

VYSOKÁ ŠKOLA BÁŇSKÁ – TECHNICKÁ UNIVERZITA OSTRAVA  
EKONOMICKÁ FAKULTA

KATEDRA NÁRODOHOSPODÁŘSKÁ

Monetární politika České národní banky a její komparace s vybranými zeměmi

Monetary Policy of the Czech National Bank and Its Comparison with the Chosen Countries

Student: Markéta Ivanová

Vedoucí bakalářské práce: Doc. JUDr. Ing. Igor Kotlán, PhD.

Ostrava 2010

Mistopřísežně prohlašuji, že jsem celou práci, včetně všech příloh, vypracovala samostatně.

Podpis.....

V Ostravě dne.....

### **Poděkování**

Na tomto místě bych ráda poděkovala Doc. JUDr. Ing. Igoru Kotlánovi, PhD. za jeho odborné vedení, pomoc a čas, který mi věnoval při zpracování mé bakalářské práce.

## OBSAH

<b>1 ÚVOD .....</b>	<b>1</b>
<b>2 ÚLOHA A POSTAVENÍ CENTRÁLNÍ BANKY V PROCESU MP .....</b>	<b>3</b>
<b>2.1 MONETÁRNÍ POLITIKA CENTRÁLNÍ BANKY.....</b>	<b>4</b>
2.1.1 Cíle monetární politiky.....	4
2.1.2 Charakteristika monetární politiky.....	5
2.1.3 Postavení a nezávislost.....	6
2.1.4 Odpovědnost, kredibilita a transparentnost.....	7
<b>2.2 TRANSMISNÍ MECHANISMY MONETÁRNÍ POLITIKY .....</b>	<b>8</b>
2.2.1 Úrokový transmisní mechanismus .....	8
2.2.2 Monetaristický peněžní transmisní mechanismus.....	9
2.2.3 Úvěrový transmisní mechanismus .....	9
2.2.4 Cílování inflace .....	10
<b>2.3 NÁSTROJE MONETÁRNÍ POLITIKY .....</b>	<b>12</b>
2.3.1 Nepřímé nástroje .....	12
2.3.2 Přímé nástroje.....	15
<b>3 MONETÁRNÍ POLITIKA ČESKÉ NÁRODNÍ BANKY V SOUČASNOSTI.....</b>	<b>17</b>
<b>3.1 POSTAVENÍ CENTRÁLNÍ BANKY V ČESKÉ REPUBLICCE.....</b>	<b>17</b>
3.1.1 Nezávislost České národní banky .....	18
3.1.2 Transparentnost, otevřenost a odpovědnost .....	20
3.1.3 Budoucnost monetární politiky České národní banky .....	21
<b>3.2 HLAVNÍ CÍL, NÁSTROJE A TRANSMISNÍ MECHANISMUS ČNB .....</b>	<b>22</b>
3.2.1 Hlavní cíl.....	22
3.2.2 Současný transmisní mechanismus .....	22
3.2.3 Současné měnověpolitické nástroje .....	24
<b>3.3 MONETÁRNÍ POLITIKA ČNB V DOBĚ SVĚTOVÉ FINANČNÍ KRIZE .....</b>	<b>27</b>
3.3.1 Ekonomický vývoj v období 2008 – 2009 .....	28
3.3.2 Opatření České národní banky v době světové finanční krize.....	29
3.3.3 Dopad světové finanční krize na monetární politiku ČNB .....	32
<b>4 KOMPARACE MONETÁRNÍ POLITIKY ČNB S VYBRANÝMI ZEMĚMI.....</b>	<b>33</b>
<b>4.1 EVROPSKÁ CENTRÁLNÍ BANKA .....</b>	<b>33</b>
4.1.1 Hlavní cíl a transmisní mechanismus MP .....	34
4.1.2 Nástroje monetární politiky.....	35

4.1.3 Ekonomický vývoj v období 2008 – 2009 .....	36
4.1.4 Opatření ECB v době světové finanční krize .....	36
<b>4.2 SEÐLABANKI ÍSLANDS.....</b>	<b>39</b>
4.2.1 Hlavní cíl a transmisní mechanismus MP .....	39
4.2.2 Nástroje monetární politiky.....	40
4.2.3 Ekonomický vývoj v období 2008 – 2009 .....	41
4.2.4 Opatření CBI v době světové finanční krize .....	41
<b>4.3 KOMPARACE MONETÁRNÍ POLITIKY ČNB S CBI A ECB.....</b>	<b>44</b>
4.3.1 Postavení a nezávislost ČNB, CBI a ECB .....	44
4.3.2 Hlavní cíl a transmisní mechanismus.....	46
4.3.3 Nástroje MP.....	47
4.3.4 Opatření centrálních bank v době světové finanční krize .....	48
<b>5 ZÁVĚR.....</b>	<b>50</b>
<b>SEZNAM POUŽITÉ LITERATURY .....</b>	<b>53</b>
<b>SEZNAM TABULEK, GRAFŮ A OBRÁZKŮ</b>	
<b>SEZNAM POUŽITÝCH ZKRATEK</b>	

# 1 Úvod

Monetární politika centrální banky tvoří nepostradatelnou součást hospodářské politiky každého státu. Proto je důležité, aby centrální banky prováděly monetární politiku racionálně a takovým způsobem, který povede prostřednictvím transmisního mechanismu a za pomoci nástrojů monetární politiky ke splnění předem stanovených cílů. Zároveň je nezbytné, aby při této činnosti disponovaly značnou mírou nezávislosti.

Samotný vývoj monetární politiky emisních bank je spojen především s hledáním způsobů, jak ji úspěšně realizovat. Centrální banky mohou provádět monetární politiku různými způsoby. Zatímco v minulosti používaly při tvorbě monetární politiky režim s implicitní kotvou nebo cílování peněžní zásoby, tak v současné době používá většina z nich režim (transmisní mechanismus) cílování inflace jako vhodnou strategii v boji proti inflaci. Zároveň centrální banky používají tržní nástroje monetární politiky a usilují o dosažení stanoveného inflačního cíle, který odpovídá cenové stabilitě a je ve výši 2 – 3%.

Při samotné realizaci monetární politiky je nutné, aby emisní banky jednaly zcela nezávisle na svých vládách. Centrální banky vděčí za svoji dnešní nezávislost fatálním chybám, kterých se dopustili politici v oblasti monetární politiky v 70. a 80. letech minulého století. Míra nezávislosti centrálních bank se v jednotlivých státech liší. Existují země, ve kterých má nositelka monetární politiky velkou míru nezávislosti jako je např. Česká republika. Na druhé straně jsou státy, kde je postavení centrálních bank výrazně omezené např. Nový Zéland. Bohužel, ani vysoký stupeň nezávislosti není zárukou toho, že bankovní rada bude provádět monetární politiku správně. Dokazuje to např. Česká národní banka v 90. letech nebo Sedlabanki v posledních letech. I přesto by měly centrální banky disponovat velkou mírou nezávislosti při realizaci monetární politiky, ale přitom konzultovat své kroky s vládou dané země.

V posledních dvou letech byla monetární politika velmi aktuálním a diskutovaným tématem a to proto, že většinu zemí zasáhla světová finanční krize, při jejímž vyvrcholení na konci roku 2008 hrozilo zhroucení bankovního systému. A právě v tom okamžiku reagovaly nejen vlády, ale také centrální banky, které začaly poskytovat bankám mimořádnou likviditu a také zavádět opatření na podporu a obnovení důvěry ve finanční sektor.

Cílem této práce je analyzovat současnou monetární politiku ČNB a vybraných centrálních bank, provést vlastní komparaci se zaměřením na samotný proces monetární politiky a na nastínění mimořádných opatření zavedených v průběhu světové finanční krize.

Pro zpracování bakalářské práce byla použita metoda deduktivně-teoretická a metoda komparace. Stěžejní metodou práce je metoda deduktivně-teoretická, protože se při jejím užití vychází z formulace teoretických a obecně známých poznatků, které se následně aplikují na vybrané (konkrétní) případy. Tudíž je použita jak v druhé kapitole, která vymezuje obecné pojmy týkající se monetární politiky, postavení a míry nezávislosti centrálních bank, tak v následujících kapitolách, kde dochází k aplikaci obecného vymezení monetární politiky centrálních bank na konkrétní případy. Ve třetí kapitole je konkrétním případem postavení, nezávislost a monetární politika České národní banky (ČNB) a ve čtvrté kapitole je konkrétním případem monetární politika Sedlabanki (CBI) a Evropské centrální banky (ECB). Ve čtvrté kapitole je kromě metody deduktivně-teoretické použita i metoda komparace, jelikož v této části práce dochází k porovnání monetární politiky ČNB s ECB a CBI.

Práce je členěna do pěti kapitol včetně úvodu a závěru. Teoretická část je vymezena ve druhé kapitole a zabývá se obecným definováním postavení, nezávislosti a úlohou centrálních bank ve státě. Popisuje také transmisní mechanismus, nástroje a cíle MP.

Celá třetí kapitola pojednává o České národní bance, která je nositelkou monetární politiky v České republice. Tato kapitola popisuje postavení, nezávislost a oblast monetární politiky ČNB. V poslední části je stručně charakterizován vznik světové finanční krize se zaměřením na hospodářský vývoj ČR a na některá opatření ČNB, která byla zavedena v průběhu světové finanční krize. Velký důraz je kladen především na změny základních úrokových sazeb, jelikož právě od těchto sazeb se odvíjí ostatní sazby v ekonomice, velikost úvěrů, vkladů až samotný hospodářský vývoj dané země.

Čtvrtá kapitola obsahuje praktickou část. V první části je stručně vymezena monetární politika Evropské centrální banky a Sedlabanki, což jsou centrální banky, které byly vybrány pro komparaci s ČNB. ECB byla vybrána proto, že je nejmocnější bankou Evropy, provádí monetární politiku 16 zemí a zastává nepostradatelné místo v Eurosystemu. V současné době se samotná ČNB nachází v ESCB a ČR má povinnost realizovat kroky směřující k brzkému přijetí eura. CBI byla pro komparaci vybrána z toho důvodu, že je nositelkou monetární politiky na Islandu, který byl velmi zasažen světovou finanční krizí a v posledních pěti letech prováděla neracionální monetární politiku, která přispěla k nestabilitě veřejných financí na Islandu. Samotná komparace centrálních bank ve vybraných oblastech monetární politiky je obsažena v poslední části čtvrté kapitoly. Zaměřuje se nejen na porovnání postavení a míry nezávislosti, vývoj základních úrokových sazeb či plnění stanovených cílů, ale také poskytuje přehled některých opatření, která byla zavedena centrálními bankami zejména v letech 2008 a 2009. Shrnutí kapitol dvě až čtyři vymezuje poslední kapitola (kapitola pátá).

## 2 Úloha a postavení centrální banky v procesu MP

V převážné většině vyspělých států existují dvě politická a ekonomická centra moci. Toto mocenské postavení zaujímá jednak vláda, jakožto nositelka fiskální politiky, tak centrální banka, která má výlučné postavení v oblasti monetární politiky. Právě díky své výsadní pozici zastává řadu významných funkcí, od nichž se odráží i její definice a význam pro daný stát. Centrální banka (CB) je často definována jako ústřední banka státu, jelikož spravuje státní dluh a státní rozpočet. Vykonává dohled nad činností ostatních bank v dané zemi, tudíž je považována za banku bank. S touto pravomocí se pojí i označení centrální banky za věřitele poslední instance, protože v případě, kdy si obchodní banka není schopna sama zajistit svoji likviditu, je úvěr od centrální banky poslední záchranou. Je také emisní bankou, protože má výsadní právo vydávat bankovky a mince. V neposlední řadě reprezentuje stát na mezinárodní scéně např. zastupuje stát na zasedání Mezinárodního měnového fondu nebo Světové banky, proto zaujímá postavení reprezentanta státu v monetární oblasti. Z této její charakteristiky vyplývá, že centrální banka provádí řadu nepostradatelných činností, z nichž nejvýznamnější je monetární politika.<sup>1</sup>

Důvody, které vedly k postupnému zakládání centrálních bank (od konce 17. stol.) byly spojeny zejména s úmyslem vlády, tedy panovníka vytvořit státní finanční instituci, která by sloužila ke krytí válečných nákladů či potřeb dvora.

V té době byly centrální banky přímo závislé na rozhodnutí tehdejších vlád (panovníků), které si mohly půjčit peněžní prostředky v neomezené výši a v podstatě ze své banky. To vedlo ke zvýšení množství peněz v oběhu, k růstu inflace a následné nestabilitě veřejných financí. Z těchto důvodů se postupem času začala omezovat moc vlád (panovníků) v bankovní oblasti. Proto dnes ve většině vyspělých zemích fungují centrální banky<sup>2</sup> jako samostatné, nepostradatelné a na rozhodnutí vlády nezávislé finanční instituce, což je asi jeden z nejdůležitější významů existence centrálních bank. Samotný vznik centrálních bank je významný pro finanční oblast, protože se založením ústředních bank států, vznikl dvoustupňový bankovní systém.<sup>3</sup>

---

<sup>1</sup> Revenda (2001)

<sup>2</sup> V současné době má většina států svoji centrální banku. Mezi CB existují výrazné rozdíly např. ve způsobu vlastnictví (CB je ve vlastnictví státu např. v ČR a většině evropských zemí naopak ve Švýcarsku nebo v USA funguje jako akciová společnost, kdy státy vlastní kolem 50% CB), v ziskovosti (CB USA má vysokou ziskovost, ale ve většině evropských zemí, tedy i v ČR je ziskovost CB nízká), v organizační struktuře (více CB s pobočkami existuje v USA, ve většině evropských zemí i v ČR působí jedna CB a její pobočky). CB vůbec neexistuje např. v Andorře nebo San Marinu a její činnost vykonávají CB jiných států. Revenda (2001)

<sup>3</sup> Revenda (2001) a Handa (2000)



## 2.1 Monetární politika centrální banky

Centrální banka provádí monetární politiku, která bývá často vymezena jako „*proces, ve kterém se tvůrce monetární politiky (centrální banka) snaží pomocí svých nástrojů dosáhnout předem stanovených cílů.*“<sup>4</sup> Monetární politika je obvykle v plné či částečné pravomoci ústředních bank vyspělých států. Jak plyne z předešlé definice centrální banka je nositelkou monetární politiky, která je zároveň i jednou z její funkcí. To ji většinou dává právo realizovat jakékoliv operace spadající do této činnosti, zcela nezávisle na dané vládě. Vůbec od samotného vzniku centrálních bank a s nimi spojený výkon monetární politiky se řeší problém, jak vlastně tuto politiku realizovat. Existují různé pohledy na provádění monetární politiky centrální bankou. Keynesovky orientovaní ekonomové zastávají názor, že podstata monetární politiky spočívá v působnosti na úrokovou míru prostřednictvím změn peněžní nabídky a za pomoci nástrojů monetární politiky (např. povinné minimálních rezerv nebo operací na volném trhu). Naopak monetaristé nesouhlasí s působením monetární politiky na změnu v nabízeném množství peněz na ekonomické reálné veličiny a zaměřují se na přímé ovlivnění nabídky peněz na inflaci a cenovou hladinu.<sup>5</sup>

Asi nejznámějším pravidlem pro provádění monetární politiky je tzv. Friedmanovo pravidlo, které vychází z toho, že centrální banka má zajistit konstantní tempo růstu a neustálé udržování peněžní zásoby bez ohledu na vývoj ekonomiky. Výhoda pravidla spočívá v tom, že je snadno srozumitelné pro veřejnost a inflace nemůže příliš kolísat. Nevýhoda je spojena s nestabilitou rychlosti obratu peněz. Proto Friedmanovo pravidlo nebylo nikdy v čisté podobě používáno. V současnosti se klade velký důraz na nové strategie monetární politiky, cílování nominálního HDP a cílování inflace.<sup>6</sup>

### 2.1.1 Cíle monetární politiky

Hlavním cílem většiny centrálních bank je dosažení cenové stability (dříve měnové stability). Většinou je hlavní cíl emisních bank stanoven zákonem, avšak ústřední banky mají obvykle stanoveny i další cíle. Cíle centrální banky se dělí na operační (kritéria), zprostředkující (kritéria) a konečné cíle. Centrální banka nemůže dosáhnout stanovených konečných cílů přímo, musí nejprve prostřednictvím svých nástrojů působit na operační a zprostředkující cíle. V současnosti má většina centrálních bank stanoven pouze jediný operační cíl a tím je nominální tržní krátkodobá úroková míra. Zprostředkující cíle zahrnují

---

<sup>4</sup> Kliková, Kotlán (2006, str. 175)

<sup>5</sup> Jurečka (2006)

<sup>6</sup> Tůma (1998)

peněžní agregáty, měnový kurz a tržní dlouhodobou úrokovou míru a konečné cíle stabilní cenovou hladinu<sup>7</sup>, dlouhodobý ekonomický růst, rovnováhu platební bilance a vysokou zaměstnanost.<sup>8</sup>

### 2.1.2 Charakteristika monetární politiky

Často při dosahování konečných cílů vznikne konfliktní stav, kdy naplňování daných cílů vyžaduje opačná řešení, což pro centrální banku znamená, že si bude muset zvolit cíl (více cílů), kterého chce dosáhnout a který je v souladu se současným hospodářským vývojem, ostatních cílů se musí vzdát (objetovat je). Proto se rozlišují tři typy monetární politiky, expanzivní, restriktivní a neutrální politika (viz tab. 2.1). Expanzivní politiku provede CB v případě, že usiluje např. o růst HDP, snížení nezaměstnanosti, zvýšení úvěrů atd., tudíž dojde ke snížení úrokové sazby, což povede ke zvýšení množství peněz v oběhu, ale negativním jevem bude vyšší inflace. Restriktivní politiku provede CB tehdy, kdy jejím záměrem bude pokles inflace, tedy zvýší své úrokové sazby a dojde ke snížení množství peněz v oběhu, ale ke zvýšení nezaměstnanosti.<sup>9</sup>

Z dlouhodobého hlediska provádění restriktivní monetární politiky přinese pouze pokles inflace a expanzivní politiky zvýšení inflace. Z toho vyplývá, že některé hlavní cíle centrální banky jsou v rozporu (inflace versus nezaměstnanost), jiné jsou ve shodě např. při expanzivní monetární politice roste HDP a zaměstnanost. Pokud chce CB zachovat takové množství peněz v oběhu, které nebude mířit k deflačním nebo inflačním, tak musí použít neutrální monetární politiku.<sup>10</sup>

**Tab. 2.1: Členění hlavních cílů CB a charakter monetární politiky**

<b>Cíl monetární politiky</b>	<b>Charakter monetární politiky</b>
Vnitřní stabilita měny - boj proti inflaci	Restriktivní nebo neutrální
Podpora ekonomického růstu	Expanzivní
Podpora zaměstnanosti	Expanzivní
Rovnovážnosti běžného účtu platební bilance	Restriktivní nebo neutrální
Stabilita měnového kurzu domácí měny	Restriktivní nebo neutrální
Stabilizace úrokových sazeb	Neutrální
Stabilita finančních trhů	Neutrální nebo expanzivní

*Zdroj: Revenda (2001) a vlastní úprava*

<sup>7</sup> Za stabilní cenovou hladinu se obvykle považuje inflace ve výši 2 %.

<sup>8</sup> Holman (2005)

<sup>9</sup> Holman (2005) a Handa (2000)

<sup>10</sup> Holman (2005) a Handa (2000)

### 2.1.3 Postavení a nezávislost

Jak již bylo zmíněno, centrální banky zastávají významné postavení ve státě, které má většinou právní zakotvení. Práva a povinnosti centrální banky mohou být vymezeny v zákonech, právních předpisech nebo v ústavách daných států. Za svoji dnešní pozici jsou centrální banky vděčné fatálním chybám, kterých se dopustili politici v oblasti monetární politiky v 70. a 80. letech minulého století. Pro posouzení právního postavení centrálních bank se často bere v úvahu její nezávislost. Většinou se pod tímto pojmem chápe nezávislost banky státu na výkonné a zákonodárné moci. Především se rozlišují dva druhy nezávislosti, nezávislost „de iure“ a nezávislost „de facto“.<sup>11</sup>

#### *Nezávislost „de iure“*

Jde o takové měření stupně nezávislosti centrální banky, které se realizuje prováděním analýz zákonů a dalších právních předpisů týkající se postavení a činnosti emisní banky. Samotné měření nezávislosti „de iure“ je velmi složité, protože vyžaduje porozumění a znalost legislativy dané země. např. Česká národní banka má vysoký stupeň právní nezávislosti, ale např. Bank of England nebo centrální banka Japonska mají nižší stupeň nezávislosti.<sup>12</sup>

Asi nejznámější a zároveň nejjednodušší je měření politické<sup>13</sup> a ekonomické<sup>14</sup> nezávislosti,<sup>15</sup> které se realizuje formou odpovědí na otázky, zda centrální banka splňuje nebo nesplňuje určitá kritéria z ekonomicko-politické oblasti. Čím více kritérií daná banka naplňuje, tak tím víc je nezávislejší.<sup>16</sup>

#### *Nezávislost „de facto“*

Jedná se o stupeň skutečné nezávislosti, které se pojí s historickým a kulturním vývojem daného státu<sup>17</sup>. Nezávislost „de facto“ se dá také změřit. Často se při měření této nezávislosti používá tzv. dotazníková metoda (založena na odpovědích pracovníků

---

<sup>11</sup> Bažantová (2000)

<sup>12</sup> Kotlán (1999)

<sup>13</sup> Kritérium zahrnuje kritéria typu: zda guvernéra CB a celou bankovní radu nejmenuje vláda a jsou voleni na období delší než 5 let, zákon definuje udržení cenové stability, vláda se nepodílí na schvalování monetární politiky a účast zástupce vlády na jednání není povinná, případný konflikt CB a vlády má právní úpravu. Kotlán (1999)

<sup>14</sup> U ekonomického kritéria je měření zaměřené na to, zda existuje přímé úvěrování vlády centrální bankou, zda CB poskytuje dočasný úvěr vládě pouze v určité výši, zda je úročen tržní úrokovou mírou a centrální banka stanovuje diskontní sazbu. Kvizda (1998)

<sup>15</sup> Bylo vytvořeno Grillihem, Masciandarihem a Tabelliniem. Kvizda (1998)

<sup>16</sup> Kvizda (1998)

<sup>17</sup> Frait, Kotlán (1999)

centrálních bank), která ukazuje odlišnosti mezi právní a skutečnou samostatností. Velkou nevýhodou při měření nezávislosti „de facto“ je subjektivní hodnocení dotázaných osob.<sup>18</sup>

Hodnocení nezávislosti podle Evropské unie vychází z tzv. Maastrichtských kritérií nezávislosti, které zahrnují čtyři podmínky, institucionální (centrální banka nepřímá žádné příkazy od institucí Evropského společenství, členské země EU a dalších orgánů), osobní (např. funkční období je delší než pět let), funkční (hlavním cílem je péče o cenovou stabilitu a dále zaměstnanost, vysoká životní úroveň atd.) a finanční (CB nesmí poskytnout úvěr vládě).<sup>19</sup>

Na světě neexistuje země s úplně nezávislou centrální bankou, protože se může naskytnout taková hospodářská situace, kterou je povinna ústřední banka státu přijmout a přizpůsobit se jí. Přesto je nezávislost<sup>20</sup> centrálních bank důležitou a neoddělitelnou součástí samotného rozhodování emisní banky v procesu monetární politiky, bez níž by plnila pouze podřadnou úlohu.<sup>21</sup>

#### **2.1.4 Odpovědnost, kredibilita a transparentnost**

Odpovědnost a kredibilita je nepostradatelnou součástí každé centrální banky. Kredibilita (důvěryhodnost) odráží samotné postavení CB v očích veřejnosti. Na zvyšování a udržování důvěryhodnosti pracují CB dlouho a nepřetržitě, ale ztratit ji mohou téměř okamžitě. Ztracená důvěra ústřední banky státu se pak napravuje jen stěží. Podobné je to i s odpovědností. CB je nositelkou monetární politiky, tudíž by měla nést za své kroky i odpovědnost. A to zkrátka proto, že chybně realizovaná monetární politika může mít pro danou ekonomiku fatální následky. Pokud centrální banka není odpovědná za svoji činnost, tak hrozí např. nízké pracovní nasazení ze strany bankovní rady. Proto je nutné zakomponovat centrální banku k odpovědnosti za svá rozhodnutí. Jedině tak bude veřejností považována za skutečnou váženou finanční instituci.

Transparentnost centrální banky souvisí s tzv. otevřeností monetární politiky, proto CB zveřejňuje různé publikace, výroční zprávy, zprávy o inflaci a další informace většinou prostřednictvím svých webových stránek.<sup>22</sup>

---

<sup>18</sup> Kotlán (1999)

<sup>19</sup> Bažantová (2000)

<sup>20</sup> Je však, ale otázkou zda nezávislá CB je skutečně demokratická. Zejména kritikové nezávislosti centrální banky poukazují na to, že občany nezvolená bankovní rada rozhoduje o monetární politice, tedy o velmi důležité oblasti. Právě z těchto důvodů se může emisní banka stát tím „obětí beránkem“, který bude obviněn z hospodářských problémů. Proti tomu však CB bojuje, co možná nejvyšší otevřeností, důvěryhodností a v některých státech také odpovědností za provádění monetární politiky. (Schneider, 1999)

<sup>21</sup> Schneider (1999)

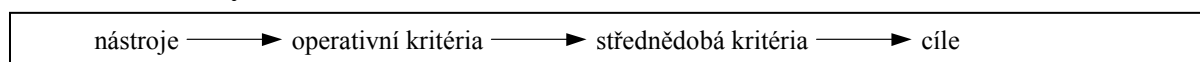
<sup>22</sup> Jonáš (1999)

## 2.2 Transmisní mechanismy monetární politiky

Proces monetární politiky je realizován pomocí různých transmisních mechanismů. V podstatě transmisní mechanismus ukazuje postup, jakým centrální banka pomocí svých nástrojů mění operativní kritéria a jaký vliv bude mít tato změna na střednědobá kritéria. Ovlivněná střednědobá kritéria budou směřovat ke změně konečných cílů, tedy těch cílů, kterých chce centrální banka dosáhnout, jak vyplývá z obr. (2.1). Transmisní mechanismus může být definován jako „řetězec ekonomických vazeb, který umožňuje, aby změny v nastavení operačního cíle (to je tržní krátkodobé úrokové míry) vedly k žádoucím změnám inflace (případně také ke změnám hrubého domácího produktu a zaměstnanosti).“<sup>23</sup>

Většinou se rozlišují tři typy transmisního mechanismu, úrokový, měnový a úvěrový transmisní mechanismus. Ve skutečnosti používají centrální banky při své činnosti různé modifikace transmisních mechanismů nebo je navzájem kombinují.

### Obr. 2.1: Obecný transmisní mechanismus

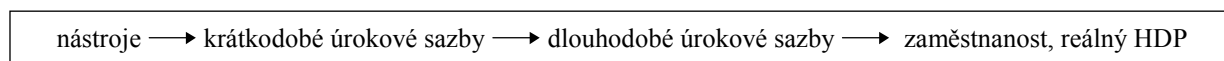


Zdroj: Kliková, Kotlán (2006) a vlastní úprava

### 2.2.1 Úrokový transmisní mechanismus

Tento transmisní mechanismus byl používán zejména ve Velké Británii a v USA do 70. let 20. století. Souvisel s Keynesiánským pohledem na monetární politiku. Centrální banka působila pomocí svých nástrojů na krátkodobé úrokové sazby, které za pomoci dlouhodobých úrokových sazeb vedly k ovlivnění investic a spotřeby (viz obr. 2.2). Tím mělo dojít ke splnění konečného cíle, tedy růstu reálného HDP a zaměstnanosti. Negativním rysem mechanismu bylo zejména neustálé zvyšování cenové hladiny (negativní pro hospodářský růst a pro reálné úrokové sazby) vlivem udržování nízkých úrokových sazeb.<sup>24</sup>

### Obr. 2.2: Úrokový transmisní mechanismus



Zdroj: Kliková, Kotlán (2006) a vlastní úprava

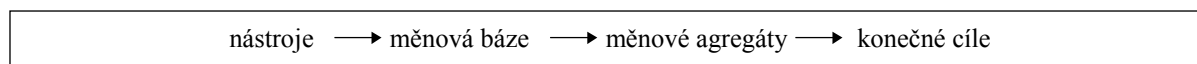
<sup>23</sup> Jílek (2004, str. 459)

<sup>24</sup> Kliková, Kotlán (2006)

### 2.2.2 Monetaristický peněžní transmisní mechanismus

Jde o nejčastěji používaný transmisní mechanismus, kterým CB uskutečňuje své záměry od 70. let 20. století. Byl vytvořen ekonomem Friedmanem, vychází z kvantitativní teorie peněz a lze ho vyjádřit pomocí důchodové rovnice směny ( $M.V = P.Y$ )<sup>25</sup>. Pomocí tohoto mechanismu může centrální banka uskutečňovat svoji monetární politiku tím, že použije své nástroje k ovlivnění měnové báze<sup>26</sup> (operativní kritérium) a poté peněžní zásoby<sup>27</sup> (střednědobé kritérium) až nakonec dosáhne konečného cíle, tedy cenové hladiny, jak vyplývá z tab. (2.3). Aby uplatnění mechanismu bylo účinné, musí být splněny určité předpoklady. CB musí být schopna s použitím svých nástrojů ovládat měnovou bázi. Měnová báze, měnové agregáty a cenová hladiny musí být v čase stabilní a jejich případné změny jsou předvídatelné. Ve skutečnosti úplné ovládnutí měnové báze centrální bankou a tím zajištění fungování transmisního mechanismu je téměř nemožné, jelikož vývoj měnové báze závisí na dalších položkách<sup>28</sup> bankovní bilance. Z těchto důvodů hledají centrální banky při uplatňování praktické monetární politiky jiná alternativní řešení.<sup>29</sup>

#### Obr. 2.3: Monetaristický peněžní transmisní mechanismus



*Zdroj: Kliková, Kotlán (2006) a vlastní úprava*

### 2.2.3 Úvěrový transmisní mechanismus

Emisní banky používaly tento mechanismus zejména v 80. a 90. letech 20. století.<sup>30</sup> V procesu úvěrového transmisního mechanismu působí centrální banka pomocí svých nástrojů na krátkodobou úrokovou míru prostřednictvím, které dochází k regulaci úvěrových agregátů až nakonec dosažení stanovených konečných cílů, jak plyne z obr. (2.4). Snahou centrální banky je tedy, zajištění vhodného poměru mezi přírůstkem reálného produktu a objemu úvěrů a také stabilitu rychlosti poskytovaných úvěrů. I tento transmisní mechanismus lze vyjádřit rovnicí ( $U.V = P.Y$ )<sup>31</sup>.

<sup>25</sup> Kde M je (průměrné množství peněz v oběhu), V (rychlost obratu), P (cenová hladina), Y (reálný HDP).

<sup>26</sup> Měnová báze se skládá z celkových rezerv banky u CB a z oběživa. Jde o takové peněžní zásoby v ekonomice, které jsou přímo ovlivnitelné centrální bankou.

<sup>27</sup> Peněžní zásoba je tvořena veškerým hotovostním oběživem a depozity. Peněžní zásoba se dá měřit a měření probíhá pomocí peněžních agregátů (např. M1, M2, atd.).

<sup>28</sup> Jedná se o celkovou výši vládního úvěru, celkové množství úvěrů poskytnutých obchodním bankám CB nebo devizová aktiva.

<sup>29</sup> Kvízda (1998)

<sup>30</sup> Např. USA, Švédsko, ale i Československo v transformačním období.

<sup>31</sup> Kde U je (objem úvěrů), V (důchodová rychlost úvěrů), P (cenová hladina), Y (reálný HDP).

Cílem centrální banky je pomocí tohoto mechanismu přímo kontrolovat celkové množství poskytovaných úvěrů, to je však možné pouze v jednostupňovém bankovním systému. Ve většině tržních ekonomik používají emisní banky za účelem kontroly celkového množství úvěrů přímé nástroje MP tzv. úvěrové stropy (stanoví obchodním bankám maximální možnou výši poskytovaných úvěrů) nebo použijí nepřímé nástroje a zaměřují se na objem rezerv celého bankovního systému. Aby bylo zajištěno hladké fungování mechanismu musí být splněna určitá kritéria. Centrální banka musí mít pravomoc působit prostřednictvím svých nástrojů na krátkodobou úrokovou míru a také krátkodobá úroková míra a úvěrové agregáty musí být stabilní.<sup>32</sup>

#### **Obr. 2.4: Úvěrový transmisní mechanismus**

Nástroje → krátkodobá úroková míra → úvěrové agregáty → konečné cíle
--

*Zdroj: Kliková, Kotlán (2006) a vlastní úprava*

#### **2.2.4 Cílování inflace**

Většina centrálních bank provádí svoji monetární politiku pomocí některého měnověpolitického režimu. Mezi základní měnověpolitické režimy patří režim s implicitní nominální kotvou, cílování měnového kurzu a cílování inflace. V současné době většina emisních bank používá cílování inflace jako svůj měnověpolitický režim nebo podle některých autorů<sup>33</sup> transmisní mechanismus. A to proto, že právě tato nová strategie přináší řadu výhod např. umožňuje přijmout kontrolu inflace a stanovuje srozumitelný inflační cíl pro veřejnost, ale také má řadu nevýhod, které se pojí s tím, že např. nejsou vymezeny přesné mezicíle a velký důraz se klade na otevřenost a předpověď schopnosti centrální banky.<sup>34</sup>

Inflační cílování začaly používat centrální banky až v 90. letech 20. století. Ještě před třiceti lety se většina emisních bank zaměřovala na cílování peněžní zásoby nebo režim pevného kurzu s omezenou konvertibilitou. V současnosti používá většina CB cílování inflace jako velmi moderní strategii monetární politiky. První zemí, která začala cílovat inflaci byl Nový Zéland (1990). Postupně se připojily i další země např. Kanada, Velká Británie, nebo Švédsko atd. (měly špatné zkušenosti s inflací).<sup>35</sup>

---

<sup>32</sup> Revenda (2005), Kvizda (1998)

<sup>33</sup> Kotlán (1999)

<sup>34</sup> Jílek (2004)

<sup>35</sup> Šmídková (2002)

Cílování inflace se dá definovat jako vyhlášení kvantitativního inflačního cíle, který centrální banka zveřejňuje a zároveň se zavazuje, že podnikne takové kroky a použije taková měnověpolitická opatření, aby ho dosáhla.<sup>36</sup>

### *Mechanismus inflačního cílování*

Na počátku si centrální banka stanoví explicitní inflační cíl, kterého chce za určité časové období dosáhnout. O dosažení tohoto cíle bude usilovat přímo pomocí operačního kritéria (nejčastěji krátkodobá úroková sazba) nebo posloupnosti cílů. Zprostředkující kritéria nejsou při tomto mechanismu cílování inflace určována, avšak tento mechanismus se bez nich nedokáže obejít. Za kritérium se často považuje prognóza inflace (střednědobá orientace) nebo je mezicíl představován rozdílem mezi skutečnou inflací a vymezeným inflačním cílem při současném určení střednědobého a krátkodobého cíle.<sup>37</sup>

Ve většině vyspělých státech je inflační cíl stanoven v rozmezí 2 – 3 %. Při stanovení inflačního cíle používá centrální banka celkový index spotřebitelských cen (cílování celkové inflace) nebo modifikovaný index spotřebitelských cen, tedy upravený o sezónní a krátkodobé výkyvy nad kterými nemá kontrolou. Takto stanovená inflace se nazývá čistá nebo jádrová inflace.<sup>38</sup> Inflační cíl může být stanoven bodově (číslo) nebo pomocí intervalu (pásma). Současně se stanoveným cílem vytváří emisní banka inflační prognózy,<sup>39</sup> které jsou v průběhu naplňování daných cílů vyhodnocovány a také spolu se stanovenými cíly zveřejňovány (např. Zprávy o inflaci).

Pokud se předpovídaná inflace odchyluje<sup>40</sup> od inflačního cíle, tak je CB povinna provést změny v operativním kritériu (krátkodobé úrokové sazby, většinou repo sazba), aby ovlivnila inflační vývoj. Inflační cílování má střednědobý charakter.<sup>41</sup>

---

<sup>36</sup> Jílek (2004)

<sup>37</sup> Kotlán (1999)

<sup>38</sup> Definice čisté a jádrové inflace je téměř stejná, jsou to inflace očištěné o změny např. regulovaných cen a nepřímých daní, rozdíl je ve způsobu výpočtu. Zatímco u čisté inflace se pro výpočet používá neúplný koš spotřebitelských cen, ze kterého jsou vyloučeny např. regulované ceny, tak u jádrové inflace se použije celkový koš spotřebitelských cen po vyloučení např. daňových úprav.

<sup>39</sup> Je pro vedení centrálních bank je důležitá, protože na základě ní, rozhodují o směru monetární politiky. Bere v úvahu vývoj vnějšího a vnitřního prostředí. Rozlišují se dva typy prognóz – podmíněná (méně realistická, vychází z toho, že během daného období nedojde ke změně měnověpolitických nástrojů) a nepodmíněná (velmi realistická, zaměřená na budoucí vývoj celého hospodářství a monetární politiky v budoucnosti).

<sup>40</sup> Někdy, ale nastane situace, kdy je nesplnění inflačního cíle, výsledkem mimořádných okolností, které centrální banka nemůže ovlivnit. Tyto mimořádné situace bývají označovány za tzv. soubor výjimku (např. šoky na světových trzích), která zbavuje centrální banku odpovědnosti od nesplnění inflačního cíle.

<sup>41</sup> Kotlán (1999)



## 2.3 Nástroje monetární politiky

Centrální banka disponuje s určitými nástroji, které jsou důležité pro celý proces monetární politiky. Jelikož, prostřednictvím nich dosahuje často zákonem stanovených cílů a ovlivňuje jimi celý bankovní sektor v zemi. Nástroje monetární politiky se obvykle dělí na přímé a nepřímé nástroje.

### 2.3.1 Nepřímé nástroje

Nepřímé nástroje hrají velmi důležitou úlohu v oblasti monetární politiky. Tyto nástroje umožňují centrální bance okamžité a plošné působení na celý bankovní systém dané země. Jedná se o nástroje, které centrální banka používá často, protože jsou tržní povahy, zaručují bankám určité svobodné rozhodnutí a stanovují pouze základní podmínky pro jejich bankovní operace ve státě. Jedinou nevýhodou je, že mají menší účinnost, protože jsou dobrovolné.<sup>42</sup> Nepřímé nástroje většinou zahrnují operace na volném trhu, diskontní nástroje, automatické facility, kurzové intervence a povinné minimální rezervy.<sup>43</sup>

#### *Operace na volném trhu*

Jedná se o nejvýznamnější nástroje monetární politiky, jejímž prostřednictvím ovlivňuje centrální banka měnovou bázi a krátkodobou úrokovou míru. Operace na volném trhu se realizují tak, že centrální banka operuje s cennými papíry na finančních trzích. CB může nakládat s cennými papíry třemi způsoby.<sup>44</sup>

#### a) Přímé operace

Pomocí přímých operací centrální banka nakupuje a prodává vládní cenné papíry. Pokud chce centrální banka zvýšit množství peněz v oběhu, tak začne cenné papíry od ostatních bank nakupovat, tím dává obchodním bankám možnost poskytovat větší množství úvěrů, dochází např. ke zvýšení produkce a k poklesu nezaměstnanosti, což dané ekonomice přinese krátkodobý a pozitivní efekt, ale pouze v případě, že skutečně banky cenné papíry prodají, protože jim to centrální banka nemůže přikázat. Naopak pokud centrální banka chce snížit nabídku peněz v ekonomice, tak začne cenné papíry bankám prodávat, výsledným efektem je pak pokles poskytovaných úvěrů, pokles produkce, snížení míry inflace,

---

<sup>42</sup> Revenda (2005)

<sup>43</sup> Revenda (2005)

<sup>44</sup> Landorová (2007)

ale za cenu růstu nezaměstnanosti. Hlavním úsilím emisní banky při těchto operacích je ovlivnit měnovou bázi.<sup>45</sup>

#### b) Repo operace

Repo operace se dělí na prosté repo operace (používané při restriktivní politice) a na reverzní repo operace (používané při expanzivní politice). Pokud centrální banka použije prosté repo operace znamená to, že nabídne ostatním bankám vlastní či státní cenné papíry se závazkem, že je po určité době odkoupí zpět i s úroky<sup>46</sup>. Při provádění repo operací naopak emisní banka nakupuje cenné papíry od ostatních bank v zemi, což znamená, že těmto bankám je poskytnut jakoby úvěr se závazkem centrální banky, že po určité době dojde ke zpětnému prodeji. Termíny související se zpětnou transakcí se u obou těchto repo operací stanovují předem (určité datum, do určitého data). Těmito operacemi může centrální banka ovlivnit krátkodobou úrokovou míru, což většinou realizuje tak, že přesně určí úrokové sazby, týkající se cenných papírů a obchodování s nimi.<sup>47</sup>

#### c) Switch operace

Při realizaci těchto operací dochází k vzájemné výměně stejné hodnoty cenných papírů, avšak s různou dobou splatnosti a s úmyslem CB ovlivnit krátkodobé úrokové sazby. Přímé operace, repo operace a switch operace jsou realizovány prostřednictvím aukcí (komerční banky znají navzájem své nabídky a mohou je měnit) a tendrů (banky neznají navzájem své nabídky tzv. obálková metoda). Existují dva typy tendrů tzv. americký (prodává se za nejvyšší nabízenou cenu) a holandský tender (prodej za nejnižší nabízenou cenu).<sup>48</sup>

#### *Diskontní nástroje*

Pomocí těchto nástrojů stanovuje emisní banka úrokové sazby a poskytuje obchodním bankám úvěry. Opět si centrální banka klade za cíl usměrňovat množství peněz v oběhu. Mezi diskontní nástroje patří diskontní úvěr, reeskontní úvěr, lombardní úvěr a další úvěry centrální banky.<sup>49</sup>

---

<sup>45</sup> Revenda (2001)

<sup>46</sup> Úroky jsou stanoveny repo sazbou.

<sup>47</sup> Revenda (2005)

<sup>48</sup> Kotlán (1999)

<sup>49</sup> Revenda (2005)

#### a) Diskontní úvěr

V podstatě se jedná o nejčastěji používaný úvěr, který centrální banka poskytuje ostatním bankám za předem daných podmínek. Diskontní úvěry se dělí na krátkodobé běžné a krátkodobé sezónní úvěry. Oba tyto úvěry se úročí diskontní sazbou (nejnižší úroková sazba v ekonomice). Pokud dojde ke snížení nebo zvýšení diskontní sazby, tak by to mělo za ceteris paribus, změnit měnovou bázi. Ale jenom v případě projevení zájmu bank, protože např. při snížení diskontní sazby se nemusí zvýšit poptávka obchodních bank po úvěrech u centrální banky.<sup>50</sup>

#### b) Reeskontní úvěr

Tento úvěr opět poskytuje centrální banka obchodním bankám. Realizuje to tak, že od obchodních bank odkoupí eskontované směnky, od kterých je odečten úrok stanovený reeskontní sazbou. Samozřejmě centrální banka má zájem pouze o prvotřídní směnky a pokud tento reeskontní úvěr skutečně poskytne, tak dochází ke zvýšení monetární báze. V ČR byl tento úvěr zrušen k 30. září 1997.<sup>51</sup>

#### c) Lombardní úvěr

Banky, které se potýkají s nedostatkem likvidity mohou získat úvěr od centrální banky, který se nazývá lombardní úvěr. Zástavou jsou cenné papíry nebo směnky. Obvykle je tento úvěr úročen nejvyšší sazbou v ekonomice, tedy lombardní sazbou.<sup>52</sup>

#### *Automatické facility*

Tyto facility souvisejí s každodenní činností banky. Některé banky mají na konci dne přebytek svých peněžních prostředků a proto je uloží na jednu noc do centrální banky (depozitní facility). Tyto vklady jsou úročeny většinou diskontní sazbou. Jiné banky mohou mít nedostatek peněžních prostředků, tak naopak požádají centrální banku (úvěrová facility) o úvěry na jednu noc, ty se pak úročí lombardní sazbou.<sup>53</sup>

---

<sup>50</sup> Revenda (2005)

<sup>51</sup> Kliková, Kotlán (2006)

<sup>52</sup> Revenda (2001)

<sup>53</sup> Revenda (2001)

### *Kurzové intervence*

Centrální banka používá kurzové intervence s cílem ovlivnění měnového kurzu domácí měny k měně zahraniční. Zpravidla se rozeznávají přímé a nepřímé kurzové intervence. Přímé intervence souvisejí s nákupem (prodejem) domácí (zahraniční) měny za měnu zahraniční (domácí). Pokud chce centrální banka domácí měnu znehodnotit (CB jedná v její prospěch), tak začne nakupovat cizí měnu a prodávat domácí měnu. Naopak pokud chce emisní banka domácí měnu zhodnotit (CB jedná v její neprospěch) začne ji nakupovat a tím se zbavovat zahraniční měny. Nepřímé intervence souvisejí s růstem a poklesem úrokových sazeb.<sup>54</sup> Pokud je cílem CB znehodnocení měny provede to tak, že sníží úrokové sazby v ekonomice. Tedy kurzové intervence souvisejí s přílivem a odlivem zahraničního kapitálu.<sup>55</sup>

### *Povinné minimální rezervy (PMR)*

Pomocí těchto rezerv ukládá emisní banka obchodním bankám povinnost, uložit určitou částku vypočtenou stanoveným procentem z vkladů u nebankovních subjektů na její účet. Opět může centrální banka pomocí tohoto nástroje ovlivňovat množství peněz v oběhu. Pokud centrální banka sníží sazbu PMR mohou obchodní banky poskytovat větší množství úvěrů a naopak. Tento nástroj není příliš významný, dokazuje to skutečnost, že se v některých vyspělých ekonomikách už nepoužívá. např. v Austrálii, Kanadě, Dánsku a Švýcarsku.<sup>56</sup>

### **2.3.2 Přímé nástroje**

Tyto nástroje přímé povahy umožňují CB ovlivnit konkrétní bankovní subjekty v dané zemi. Právě pro svoji netržní a adresnou charakteristiku nejsou ve většině vyspělých zemí používány<sup>57</sup>. Stanovují jasná pravidla, které jsou povinny banky dodržovat. Hlavním cílem CB je při použití těchto nástrojů dosažení stabilního bankovního systému.<sup>58</sup>

### *Pravidla likvidity*

Prostřednictvím tohoto nástroje určuje emisní banka povinnou strukturu pasiv a aktiv obchodních bank. Jde o důležitou činnost, protože jediné správně nastavená struktura aktiv a pasiv jednotlivých bank povede ke stabilnímu a zdravému bankovnímu systému v dané

---

<sup>54</sup> Jedná se o diskontní sazby, repo sazby atd.

<sup>55</sup> Revenda (2005)

<sup>56</sup> Revenda (2005)

<sup>57</sup> Velký význam měly zejména po druhé světové válce.

<sup>58</sup> Landorová (2004)

ekonomice. V ČR a v dalších evropských zemích se tento nástroj už nepoužívá. Banky musejí pouze plnit své závazky a pravidelně poskytovat zprávy CB o své platební schopnosti.<sup>59</sup>

#### *Úvěrové limity*

Úvěrové limity se dělí na absolutní (vyjadřují nejvyšší možnou sumu úvěrů, která může být poskytnuta klientům obchodními bankami) a relativní (maximální možné množství úvěrů, které je centrální banka ochotna půjčit obchodním bankám). Cílem tohoto nástroje je snaha CB usměrnit obchodní banky v jejich úvěrové politice a tím zajistit finanční zdraví dané obchodní banky. Tento nástroj má velký vliv na rozhodování dané banky.<sup>60</sup>

#### *Úrokové limity*

Pomocí úrokových limitů stanovuje centrální banka nejvyšší nebo nejnižší úrokové sazby z vkladů a nejnižší úrokové sazby z úvěrů. Cílem centrální banky při uplatňování úrokových limitů může být např. snížení či zvýšení úvěrování atd.. V ČR byly uplatňovány do roku 1992.<sup>61</sup>

#### *Povinné vklady*

Některé subjekty v ekonomice musí veškeré své peněžní operace uskutečňovat výlučně přes centrální banku (např. se jedná o vkládání, vybírání peněz a další transakce atd.) a také mít u ní svůj účet. Cílem CB je mít přehled o některých peněžních transakcích daných subjektů. Např. v České republice jsou takto vedeny účty státních fondů.<sup>62</sup>

#### *Doporučení, výzvy a dohody<sup>63</sup>*

Jedná se o další nástroje, kterými centrální banka ovlivňuje ostatní banky. Mohou mít podobu doporučení (nejčastěji ústní, v podobě obecného návrhu CB), výzev (důraznější a konkrétnější návrhy CB) a dohod (gentlemenské dohody, nejdůraznější a nejkonkrétnější návrhy CB, u kterých hrozí sankce v případě nesplnění daného závazku). Doporučení a výzvy jsou pro banky pouze doporučující a nevzniká jim povinnost je respektovat. Ale většina bank se snaží plnit přání emisní banky, protože považují banku státu za svoji autoritu.<sup>64</sup>

---

<sup>59</sup> Kliková, Kotlán (2006)

<sup>60</sup> Revenda (2001)

<sup>61</sup> Kliková, Kotlán (2006)

<sup>62</sup> Revenda (2001)

<sup>63</sup> Vztahují se zejména na úvěrovou a úrokovou politiku bank.

<sup>64</sup> Revenda (2001)

### 3 Monetární politika České národní banky v současnosti

V České republice realizuje monetární politiku Česká národní banka, která je zároveň ústřední a centrální bankou země. Byla zřízena na konci roku 1992 z důvodů rozdělení Československé socialistické republiky na dva nové státy. Oficiálně zahájila svoji činnost od 1. ledna 1993 na základě zákona č. 6/1993 sb. o České národní bance a Ústavy ČR. Centrální banka ČR je právnickou osobou s postavením veřejnoprávního subjektu, funguje jako správní úřad a má oprávnění nakládat se svým státem přiděleným majetkem. ČNB provádí shodné činnosti a plní obvyklé funkce jako převážná většina centrálních bank se zásadou otevřeného tržního hospodářství.<sup>65</sup> Má povinnost předkládat pravidelně Zprávy o inflaci a Roční zprávu o výsledku hospodaření včetně výše platu celé bankovní rady Poslanecké sněmovně ČR ke schválení.<sup>66</sup>

V čele centrální banky ČR stojí sedmičlenná bankovní rada, kterou do funkce jmenuje (na období šesti let) nebo odvolává prezident ČR. Bankovní rada je složena z guvernéra, dvou viceguvernéřů a čtyř vedoucích pracovníků. Ústřední sídlo ČNB je v Praze, kromě toho existuje ještě sedm regionálních poboček<sup>67</sup>.

V současné době je monetární politika ČNB značně ovlivněna doznívám světové finanční krize, která se v ČR plně projevila na podzim roku 2008. Z tohoto důvodu musela ČNB (stejně jako většina centrálních bank) reagovat a zavést taková opatření, která vedla k podpoře bankovní likvidity, kontrole finančního trhu a k nepřetržitému sledování problémové situace.

#### 3.1 Postavení centrální banky v České republice

Česká národní banka jako nositelka monetární politiky zaujímá v národním hospodářství a ve státní sféře České republiky důležité postavení. Jako ústřední banka státu má významnou pozici, plní významné funkce v ČR zejména pak ve finanční oblasti, jelikož jako banka bank dohlíží na činnost a hospodaření ostatních bank ve státě, je bankou České republiky, tedy spravuje státní dluh a státní rozpočet, dále vydává bankovky a mince, určuje směr monetární politiky, dosahuje svých cílů a plní další povinnosti, které ji ukládá zákon o České národní bance. Jak již bylo zmíněno ČNB je centrální bankou státu nacházející se na samotném vrchu dvoustupňové bankovní soustavy a tvůrce jedné z nejdůležitějších oblastí

---

<sup>65</sup> Pavlát (2004)

<sup>66</sup> Pavlát (2004)

<sup>67</sup> Regionální pobočky jsou v Praze, Ústí nad Labem, Plzni, Českých Budějovicích, Hradci Králové, Brně a v Ostravě.

hospodářské politiky, tudíž by měla při výkonu své činnosti mít určitý stupeň nezávislosti na vládě, prezidentovi a dalších státních orgánech. Proto se při hodnocení postavení centrální banky ve státě bere v úvahu míra její nezávislosti.<sup>68</sup>

### 3.1.1 Nezávislost České národní banky

Česká národní banka patří mezi jednu z nejnezávislejších ústředních bank na světě. Již od roku 1993 disponuje značnou mírou nezávislosti při provádění monetární politiky. Nezávislost ČNB je garantována jejím legislativním postavením, což dokazuje skutečnost, že samotnou existenci ČNB vymezuje nejen zákon o ČNB a další předpisy, ale také Ústava ČR, která ji věnuje celou jednu hlavu – IV (ústavy většiny evropských zemí se nezmiňují o centrální bance). Zákon o ČNB (č. 6/1993 Sb.) byl několikrát od vzniku ČR novelizován, ale vždy bylo zachováno původní postavení a nezávislost ČNB. Ke změně postavení a nezávislosti ČNB mělo dojít až na základě vládní novely zákona o ČNB ve znění zákona č. 442/2000 Sb. o ČNB, platného od 1.1.2001.<sup>69</sup> Cílem této novely byla jednak změna hlavního cíle (ze stability měny na cenovou stabilitu), tak snaha harmonizovat zákony ČR se zákony Evropského společenství (ve smyslu Smlouvy o ES).<sup>70</sup>

Tyto změny zejména pak hlavní cíl, schvalování rozpočtu ČNB Parlamentem ČR, odpovědnost za splnění cíle nebo snížení platů bankovní rady vyvolaly prozatím největší spory a řady diskusí týkající se postavení a nezávislosti ČNB v ČR. Kromě českých odborníků, kritizovalo změny i zahraniční, Mezinárodní měnový fond a Evropská unie. Kritičky poukazovaly na negativní dopad na ekonomickou a politickou nezávislost ČNB (např. M. Kvizda)<sup>71</sup> nebo také upozorňovali na nesoulad s Ústavou ČR (např. V. Havel). Podle některých obhájců byla novela vhodným řešením vztahu mezi nezávislostí a odpovědností ČNB (např. Myanta).<sup>72</sup> Spory vyřešil až Ústavní soud ČR, který dal za pravdu kritikům a zrušil skoro všechny změny nového zákona. Otázka zda, skutečně by došlo ke zhoršení postavení a nezávislosti ČNB zůstala sporná. To, že v současné době disponuje ČNB se značnou mírou nezávislosti dokazuje měření nezávislosti CB.<sup>73</sup>

---

<sup>68</sup> Pavlát (2004), Bažantová (2000)

<sup>69</sup> Nový zákon schválila sice Poslanecká sněmovna, ale Senát ČR jej zamítl. O zákonu se rozhodovalo znova a tentokrát prošel Parlamentem, avšak prezident ČR V. Havel ho vetoval a následovalo další hlasování, ve kterém došlo k přehlasování prezidenta ČR, který podal stížnost k Ústavnímu soudu a ten těsnou většinou hlasů rozhodl v jeho prospěch (2001).

<sup>70</sup> Bažantová (2000)

<sup>71</sup> Židek (2004)

<sup>72</sup> Židek (2004)

<sup>73</sup> Např. v Ústavě byl veden hlavní cíl – péče o stabilitu měny.

### Měření míry nezávislosti

Nezávislost centrálních bank lze zjistit změřením míry nezávislosti, pomocí různých metod a postupů. Asi nejjednodušší je měření politické a ekonomické nezávislosti centrální banky.<sup>74</sup> Pro představu bylo provedeno měření ekonomické a politické nezávislosti ČNB podle zákona č. 6/1993 Sb. o ČNB ve znění zákona č. 60/1993 Sb. pro rok 1993, ve znění sporného zákona č. 442/2000 Sb. pro rok 2000 a ve znění zákona č. 285/2009 Sb. pro rok 2009.

**Tab. 3.1: Index ekonomické nezávislosti ČNB<sup>75</sup>**

Rok	1	2	3	4	5	6	7	Celkem
1993	+	+	+	+		+	+	6
2000	+	+	+	+	+	+	+	7
2009	+	+	+	+	+	+	+	7

*Zdroj: Šedová, Kvizda (2001), Bažantová (2000) a Zákon č. 6/1993 Sb. o ČNB a vlastní úprava*

V současné době splňuje ČNB veškerá kritéria ekonomické nezávislosti, jak ukazuje tab. (3.1), tudíž neposkytuje automaticky vládě úvěr (krit.1), pokud ho poskytne, tak pouze za tržní úrokovou míru (krit. 2), dočasně (krit. 3) a omezeně (krit. 4). ČNB stanovuje základní úrokové sazby, tedy určuje i diskontní sazbu (krit. 5). Nepodílí se na primárním trhu veřejného dluhu (krit. 6) a také vykonává kontrolu nad bankovním trhem (krit.7). V případě zachování platnosti zákona z roku 2000 by ekonomická nezávislost zůstala nezměněna. Tento index také ukazuje, že ČNB má velkou míru ekonomické nezávislosti, již od roku 1993.

**Tab. 3.2: Index politické nezávislosti ČNB<sup>76</sup>**

Rok	8	9	10	11	12	13	14	15	Celkem
1993	+	+	+	+	+	+	+		7
2000		+		+	+		+		4
2009	+	+	+	+	+	+	+		7

*Zdroj: Šedová, Kvizda (2001), Bažantová (2000) a Zákon č. 6/1993 Sb. o ČNB a vlastní úprava*

<sup>74</sup> Tyto indexy sestavili Grillih, Masciandari a Tabellinio. Kvizda (1998).

<sup>75</sup> Index právní nezávislosti zahrnuje krit.1 (centrální banka neposkytuje automaticky úvěr vládě), krit.2 (úvěr se vládě poskytuje za úrokovou míru), krit.3 (jedná se o úvěr dočasný), krit. 4 (úvěr je poskytnut jen v omezené výši), krit.5 (neúčast CB na primárním trhu veřejného dluhu), krit. 6 (diskontní sazbu stanovuje CB), krit.7 (bankovní dozor není svěřen CB++, bankovní dozor je svěřen jenom CB+). Čím vyšší splněných kritérií, tak tím je centrální banka nezávislejší. Maximální počet bodů je 8. Kvizda (1998)

<sup>76</sup> Index politické nezávislosti zahrnuje krit.8 (guvernéra nejmenuje vláda), krit.9 (funkční období guvernéra je delší než 5 let), krit. 10 (celkovou bankovní radu nejmenuje vláda), krit.11 (funkční období bankovní rady je delší než 5 let), krit.12 (nenařizená účast zástupce vlády v bankovní radě), krit.13 (vláda se nepodílí na tvorbě MP), krit.14 (hlavní cíl je zakotven v zákoně), krit.15 (řešení případného konfliktu má oporu v zákoně). Maximální počet bodů je 8. Kvizda (1998)



Index politické nezávislosti, který je znázorněn v tab. (3.2) ukazuje, že v současné době ČNB disponuje značnou mírou politické nezávislosti i přes nesplnění kritéria 15, jelikož v ČR neexistuje zákon, který by upravoval konflikt mezi vládou ČR a ČNB. Celá bankovní rada je odvolávána a jmenována prezidentem ČR (krit. 8,10) a na období šesti let (krit. 9,11), tedy na období delší než je vládní období. Česká národní banka při provádění své monetární politiky a zejména při naplňování Ústavou ČR (i zákonem) stanoveného cíle – cenové stability (krit.14) jedná zcela nezávisle. Nesmí přijímat pokyny nebo nařízení od vlády ČR, prezidenta ČR a dalších státních institucí (krit.13). Dále není nařízená účast zástupce vlády v bankovní radě (krit. 12, pouze právo na účast). V případě platnosti sporného zákona z roku 2000 by skutečně došlo ke snížení politické nezávislosti (hned o tři body).

Česká národní banka má vysokou nezávislost i podle Maastrichtských kritérií nezávislosti centrálních bank (institucionální, osobní, funkční, finanční). Splňuje jak kritérium osobní (bankovní radu jmenuje prezident na 6 let), institucionální (nezávislost na vládě a dalších orgánů), finanční (nemá povinnost financovat veřejný sektor), tak funkční nezávislosti (samostatnost při provádění monetární politiky).<sup>77</sup> Dalším znakem nezávislosti ústřední banky ČR je skutečnost, že ČNB zastupuje ČR na zasedání Mezinárodního měnového fondu nebo Světové banky, tedy na jednání ohledně měnové oblasti.

Předchozí měření nezávislosti ČNB dokazuje, že skutečně centrální banka ČR má vysokou míru nezávislosti nejen v ekonomické a politické oblasti, ale i na mezinárodní scéně. Kromě nezávislosti je důležité, aby se centrální banka vyznačovala transparentností, kredibilitou a odpovědností za svá rozhodnutí.

### **3.1.2 Transparentnost, otevřenost a odpovědnost**

V současnosti se ČNB řadí mezi jednu z nejotevřenějších bank na světě. ČNB se snaží pravidelně komunikovat s veřejností, kromě Zpráv o inflaci, zveřejňuje záznamy z bankovní rady (minutes), pořádá tiskové konference ohledně vývoje monetární politiky, zveřejňuje hlasování bankovní rady (jmenovitě) včetně prezentace a publikuje výzkumné práce (většinou na svých webových stránkách). Poslední roky přinesly výrazné změny v komunikaci ČNB s veřejností. Od roku 2009 zveřejňuje ČNB trajektorii nominálního měnového kurzu CZK/EUR s předpovědí, které jsou vyjádřené pomocí vějířového grafu. Tímto krokem ČNB poskytuje veřejnosti srozumitelnější pohled na vývoj monetární politiky. ČNB je prozatím jedinou ústřední bankou světa, zveřejňující předpověď nominálního kurzu

---

<sup>77</sup> Baženatová (2000)

k určité měně. Komunikace ČNB s veřejností<sup>78</sup> vzrostla na významu zejména v posledních letech (2008 - 2009), kdy byla Česká národní banka vystavena negativní kampani, která byla vedena proti České republice (zařazovala ji mezi země s horšími hospodářskými výsledky) zahraničními médii. ČNB má vysokou důvěru v očích veřejnosti, ale nulovou odpovědnost za svoji monetární politiku a plnění inflačního cíle, což není dobré.<sup>79</sup>

### 3.1.3 Budoucnost monetární politiky České národní banky

Od 1.5.2004 se ČR stala členem nejen Evropské unie, ale také Hospodářské a měnové unii s postavením členské země, která má dočasnou výjimkou pro přijetí společné měny (eura). Pro ČNB to znamenalo, že se v okamžiku přistoupení k EU zapojila do Evropského systému centrálních bank. Až do přijetí eura zůstane monetární politika ČR v rukou ČNB, která má v současnosti pouze povinnost plnit úkony vyplývající ze Smlouvy o EU a ze Statusu Evropského systému centrálních bank a ECB. Musí také poskytovat ECB pravidelné statistické údaje, získané od ekonomických subjektů, českých úřadů a spolupracovat s ostatními národními bankami EU.<sup>80</sup>

Guvernér a viceguvernér ČNB se účastní jednání Generální rady (nemají právo rozhodovat o monetární politice EU). V okamžiku přistoupení k eurozóně po splnění Maastrichtských kritérií<sup>81</sup> se ČNB stane členem Eurosystemu s veškerými povinnostmi a právy vyplývající z plného členství. Dojde k zániku monetární politiky ČNB, guvernér ČNB se stane členem řídicí rady Evropské centrální banky. ČNB republiky bude i po vstupu do eurozóny provádět kontrolu bankovního trhu, možná bude i pověřena vydáváním oběživa, povede účty státních subjektů, jenom monetární politika ČR už nebude v kompetenci ČNB.<sup>82</sup>

---

<sup>78</sup> Centrální banka ČR nekomunikuje pouze s veřejností, ale také s vládou ČR. ČNB má právo se vyjadřovat k návrhům vlády ČR, které se jí dotýkají a také plní poradní funkci při jednání vlády ohledně monetární politiky a finančním trhu. Guvernér se může účastnit poradního jednání vlády (má poradní hlas) a ministr financí ČR se může účastnit zasedání bankovní rady ČNB s poradní hlasem.

<sup>79</sup> Singer (2009)

<sup>80</sup> Jílek (2004)

<sup>81</sup> Inflace % (max. 1,5 p.b. nad průměr tří zemí Evropské unie s nejnižší kladnou inflací), dlouhodobé nominální úrokové sazby % (max. 2.p. b. nad průměr tří zemí Evropské unie s nejnižší kladnou inflací), deficit veřejných rozpočtů % HDP (max. 3% HDP), hrubý veřejný dluh % HDP (max. 60 % HDP) a stabilita kurzu měny % (2 roky úspěšného členství v systému ERM II, tj. bez vybočení kurzu mimo stanovený interval kolem oficiálně vyhlášené střední hodnoty).

<sup>82</sup> Jílek (2004)

## 3.2 Hlavní cíl, nástroje a transmisní mechanismus ČNB

Hlavním cílem ČNB je péče o cenovou stabilitu (jedná se základní měnověpolitickou úlohu ČNB). Na základě posouzení prognóz o vývoji ekonomiky (zejména předpovídané inflace) se bankovní rada ČNB rozhoduje o směru monetární politiky tak, aby prostřednictvím transmisního mechanismu (cílování inflace) a pomocí nástrojů monetární politiky dosáhla stanoveného cíle, který odpovídá cenové stabilitě.<sup>83</sup>

### 3.2.1 Hlavní cíl

V současnosti je hlavním cílem ČNB dosažení cenové stability od roku 2001 (novela Ústavy České republiky). Tento hlavní cíl je právně kodifikován v článku 98 hlavy VI Ústavy ČR a v § 2 zákona o ČNB a *“pokud tím není dotčen její hlavní cíl, ČNB podporuje obecnou hospodářskou politiku vlády vedoucí k udržitelnému hospodářskému růstu”*.<sup>84</sup> V současné době odpovídá cenové stabilitě inflační cíl ve výši 2 % (s tolerancí 1% oběma směry). Více o plnění inflačních cílů v kapitole (3.2.2). V minulosti 1993 – 2001 byla hlavním cílem stabilita měnového kurzu české koruny (do roku 1997) a také zajištění vnitřní a vnější stability měny.<sup>85</sup>

### 3.2.2 Současný transmisní mechanismus

V letech 1993 – 1997 uskutečňovala ČNB celý proces monetární politiky pomocí monetárního transmisního mechanismus (operativním kritériem byla měnová báze a zprostředkujícím kritériem peněžní zásoba). Používala systém pevného kurzu (flukтуаční pásmo 5%, od roku 1996 pásmo 15% ). V prvních letech existence samostatné monetární politiky se ČNB dopustila řady chyb, ať už tím, že liberalizovala toky na finančním účtu platební bilance (připustila volný obchod s českou měnou na světových monetárních trzích), avšak při režimu fixních kurzu (1995)<sup>86</sup> nebo prováděla monetární restriktce, tudíž zvyšovala úrokové sazby a PMR, jak plyne z tab. (3.4) bez jakékoliv porady s vládou, tím se zpomalilo poskytování úvěrů i růst peněžní zásoby. To mělo negativní dopad v budoucnu, kdy v ČR nastala recese (1997). Tehdy vláda začala jako reakci na recesi provádět restriktivní

---

<sup>83</sup> Revenda (2005)

<sup>84</sup> Zákon č. 6/1993 sb., o České národní bance

<sup>85</sup> Revenda (2001)

<sup>86</sup> V letech 1995 – 1996 začal do země proudit krátkodobý kapitál (vlivem inflace, byly vyšší úrokové sazby, viz tab.3.4). Docházelo ke zvyšování peněžní zásoby a k růstu agregátní poptávky. ČNB reagovala zavedením sterilizačních operací (prodej dluhopisů ČNB), což vyvolalo růst úrokových sazeb a rozšířením flukтуаční pásma na 15 %. Bohužel řešení bylo neuspokojivé, zhoršovala se platební bilance vlivem přílivu krátkodobého kapitálu, rostl schodek obchodní bilance a inflace.

rozpočtovou politiku. ČNB měla přistoupit k expanzivní monetární politice, ke které však nepřistoupila a zůstala u restriktivní politiky. Ve stejném roce došlo ke spekulativnímu útoku na českou korunu (vlivem asijské finanční krize), na který ČNB reagovala opětovným zvýšením úrokových sazeb (viz tab. 3.5) a přešla na režim floatingu.<sup>87</sup>

V současné době používá ČNB transmisní mechanismus, kterým je cílování inflace (od ledna 1998) a využívá nepodmíněné prognózy inflace. Byla první centrální bankou z postkomunistických zemí, která se rozhodla pro tento režim bez předchozí konzultace s vládou. Jedním z podstatných důvodů, které vedly ČNB k zavedení cílování inflace v ČR, byl přechod od fixního k plovoucímu kurzu (ztráta kotvy v podobě měnového kurzu), tehdejší vysoká inflace v ČR a také kladné zkušenosti zahraničních centrálních bank, které tento režim již používaly. Cílování inflace v České republice se rozděluje do několika časových etap.<sup>88</sup>

**Tab. 3.3: Plnění inflačních cílů ČNB (1998-2001)**

Rok	1998	1999	2000	2001
Inflační cíl <sup>89</sup>	5,5-6,5%	4-5%	3,5-5,5%	2-4%
Skutečná čistá inflace	1,7%	1,5%	3%	2,4%

*Zdroj: ČNB a vlastní úprava*

V první etapě (1998-2001) prováděla ČNB cílování tzv. čisté inflace<sup>90</sup> (meziroční změna cenové hladiny). Jednalo se o inflaci neúplného spotřebního koše, který byl očištěn o regulované ceny<sup>91</sup> a změny nepřímých daní. V tomto období se ČNB zavázala ke splnění inflačního (krátkodobého) cíle ke stanovenému datu (prosinec). První inflační (krátkodobý) cíl v podobě čisté inflace stanovila pro prosinec 1998 (v rozmezí 5,5% - 6,5%). Poslední cíl, který měl podobu čisté inflace byl vymezen ČNB pro prosinec 2001 (v rozsahu 2% - 4%). Výsledkem prvních let inflačního cílování bylo podstřelení inflačního cíle (viz tab. 3.3). Zvláštní je, že stanovený inflační cíl se ČNB podařilo splnit až v roce 2001, kdy odstupovala od cílování čisté inflace (viz tab. 3.3). Jeden z podstatných důvodů související s minutím inflačních cílů je spojen s desinflační politikou ČNB, nulovými zkušenostmi s cílováním inflace, nedokonalou znalostí nástrojů monetární politiky, ale také nízkých cen komodit na světových trzích a recese v zemích obchodních partnerů.<sup>92</sup>

<sup>87</sup> Holman (2000)

<sup>88</sup> ČNB – cílování inflace

<sup>89</sup> Inflační cíl je uveden, vždy pro prosinec daného roku.

<sup>90</sup> Zjišťoval ji Český statistický úřad, také je nutné zmínit, že cílování čisté inflace bylo specifické pouze pro Českou republiku, žádná jiná zahraniční centrální banka nepřistoupila k cílování čisté inflace.

<sup>91</sup> Např. poplatky, usměrňované ceny a další regulované položky státem nebo místními orgány.

<sup>92</sup> Mandel (2008), Jílek (2004)

Od roku 2002 přešla ČNB k cílování celkové inflace<sup>93</sup> (přírůstku indexu spotřebitelských cen). Hlavním cílem bylo udržet inflaci ve vymezeném koridoru, který byl stanoven na počátku v rozmezí 3-5% (leden 2002) a na konci v rozmezí 2-4% (prosinec 2005). Výsledkem dalších let inflačního cílování bylo opět minutí inflačního cíle, ukázalo se, že udržet tempo inflace v tak těsném koridu je v malé otevřené ekonomice obtížné a inflace se pohybovala pod toler. p. (viz tab. 3.4). Velký vliv na minutí inflačního cíle mělo v roce 2002 zejména zhodnocení nominálního kurzu české koruny (snížení ceny potravin).<sup>94</sup>

**Tab. 3.4: Plnění inflačních cílů ČNB (2002 –2009)**

Rok	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Inflační cíl	3-5%	-	-	2-4%	2-4%	2-4%	2-4%	2-4%
Skutečná celková inflace	1,80%	0,10%	2,80%	1,90%	2,50%	2,80%	6,30%	1,00%

*Zdroj: ČNB a vlastní úprava*

Od ledna 2006 (třetí etapa) přešla Česká národní banka<sup>95</sup> na bodově stanovený cíl (snazší pochopení veřejnosti). V lednu 2006 až do prosince 2009 byl stanovený inflační cíl (stanovený bodově s toler. p.1% oběma směry) na úrovni 3%. V současné době je inflační cíl stanoven ve výši 2%<sup>96</sup> (s toler. p. 1% oběma směry, platní od ledna 2010 a vyhlášený v březnu 2007).<sup>97</sup> V roce 2008 došlo poprvé od zavedení cílování inflace v ČR k jeho nadstřelení (vysoké ceny komodit na světových trzích, zdravotnická a daňová reforma v ČR). Od konce roku 2008 celková inflace klesala, v říjnu 2009 dosáhla záporných hodnot a v posledních měsících roku 2009 se sice postupně zvyšovala, ale i tak v roce 2009 byla velmi nízká a pod hranici tolerančního pásma 2%, jak plyne z tab. (3.4).

### 3.2.3 Současné měnověpolitické nástroje

V současné době používá ČNB pro realizaci své politiky tržní a standardní nástroje monetární politiky, kterými jsou operace na volném trhu, automatické facility, mimořádné facility zavedené od roku 2008 jako reakce na krizi, více v kapitole (3.3.3) a povinné

<sup>93</sup> ČNB přešla k cílování celkové inflace zejména z důvodů zvýšení a přiblížení transparentnosti a srozumitelnosti inflačních cílů veřejnosti.

<sup>94</sup> Mandel (2008)

<sup>95</sup> Jako většina centrálních bank cílí inflaci, pracuje i ČNB s tzv. souborem výjimek. Jedná se o souhrn takových faktorů, které znemožňují centrální bance splnit daný inflační cíl a nedají se ovlivnit monetární politikou ČNB. ČNB používá soubor výjimek od roku 1998, který např. zahrnuje prudké změny cen světových energetických komodit a surovin, živelné katastrofy a další nečekané události, týkající se dopadu do cen. V roce 2001 došlo k rozšíření výjimek o dva vnější vlivy, změny v nepřímých daních a regulované ceny (pokud jejich dopadnutí převyšuje 1% - 1,5%).

<sup>96</sup> Stejný jako ve většině vyspělých zemí např. země eurozóny nebo Švýcarsko.

<sup>97</sup> Dostupné z WWW: < [http://www.cnb.cz/cs/menova\\_politika/cilovani.html](http://www.cnb.cz/cs/menova_politika/cilovani.html)>.

minimální rezervy. Tyto nástroje jsou plně v souladu s nástroji používanými Evropskou centrální bankou<sup>98</sup>.

**Tab. 3.5: Vývoj základních úrokových sazeb ČNB a PMR<sup>99</sup>**

Rok	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
<b>Repo sazba (%)</b>			11,3	12,4	14,5	9,5	5,25	5,25	4,75	2,75	2	2,5	2	2,5	3,5	2,25	1
<b>Diskontní sazba (%)</b>	8	8,5	9,5	10,5	13	7,5	5	5	3,75	1,75	1	1,5	1	1,5	2,5	1,25	0,25
<b>Lombardní sazba (%)</b>	11,5	11,5	12,5	14	23	12,5	7,5	7,5	5,75	3,75	3	3,5	3	3,5	4,5	3,25	2
<b>PMR (%)</b>			8,5 a 4,0	11,5 a 4,0	9,5 a 4,0	7,5 a 4,0	2,0 a 2,0	2,0 a 2,0	2,0 a 2,0	2,0 a 2,0	2,0 a 2,0	2,0 a 2,0	2,0 a 2,0	2,0 a 2,0	2,0 a 2,0	2,0 a 2,0	2,0 a 2,0

*Zdroj: ČNB a vlastní úprava*

### *Operace na volném trhu*

Tyto operace jsou prováděny v podobě repo-operací a prostřednictvím tendrů. V průběhu těchto operací obchodní banky vydávají své přebytečné likviditní prostředky ČNB, výměnou za smlouvené cenné papíry (kolaterál) se závazkem, že po určité době dojde ke zpětné výměně (po 14 dnech), tedy k tzv. rezervní transakci (věřitelská banka převede na ČNB dané cenné papíry a centrální banka vyplatí zpět peněžní částku s určitým úrokem). ČNB vyhlásí dvoutýdenní repo sazbu<sup>100</sup> (viz tab. 3.5), která slouží k vypořádání bank. Jde o repo tendr s variabilní sazbou, který je většinou vyhlašován třikrát v týdnu. Při uspokojování bankovních nabídek používá ČNB tzv. americkou aukční proceduru<sup>101</sup>. Banky mohou ve vymezené době předávat celkovou sumu peněžních prostředků (minimálně 300 mil. Kč a poté celkové násobky 100 mil. Kč) a očekávanou úrokovou sazbu za ně. Cílem těchto repo operací je ovlivnit a udržet krátkodobé úrokové sazby na dané úrovni pomocí stahování přebytečné likvidity bank.<sup>102</sup> V současnosti jsou repo tendry používané k odčerpání likviditních prostředků bank, jelikož český bankovní sektor má přebytek likviditních prostředků.<sup>103</sup>

<sup>98</sup> Landorová (2007)

<sup>99</sup> Sazby platné, vždy ke konci příslušného roku.

<sup>100</sup> Jelikož tyto repo operace trvají většinou 14 dní, je repo sazba (2T repo sazby) v monetární politice považována za podstatnou.

<sup>101</sup> ČNB upřednostňuje nabídky od bank s nejnižší úrokovou sazbou až do celkové sumy předpovídaných přebytečných likviditních prostředků v určitý den.

<sup>102</sup> ČNB může v rámci operací na volném trhu použít také doplňkový měnový nástroj, který je ve formě tříměsíčního repo tendru a je také realizován na základě americké aukční procedury. Dalším nástrojem jsou nástroje jemného ladění. Jedná se o devizové operace a operace s cennými papíry. Tyto nástroje se používají v případě narušení rovnovážného vývoje úrokových sazeb. Opět je ČNB v současnosti nepoužívá.

<sup>103</sup> Dostupné z WWW: < [http://www.cnb.cz/cs/menova\\_politika/mp\\_nastroje/](http://www.cnb.cz/cs/menova_politika/mp_nastroje/) >.

### *Automatické facility*

Pomocí tohoto nástroje poskytuje ČNB ostatním bankám v zemi potřebnou likviditu (marginální zápůjční facility) nebo jim umožňuje uložení přebytečné likvidity bez zajištění (depozitní facility) na jednu noc. Pro získání zápůjční facility (nedostatek likvidity) se obchodní banky musí maximálně 25 minut před uzavřením účetního dne systému CERTIS obrátit na Odbor korunovaných a devizových intervencí ČNB se záměrem o sjednání obchodu a navíc musí mít sjednanou s centrální bankou rámcovou repo smlouvu. Minimální celková částka činí 10 mil. Kč a úročí se lombardní sazbou (nejvyšší sazba v ekonomice, viz tab. 3.5)<sup>104</sup>. Pokud chtějí obchodní banky získat depozitní facility, tak se musí obrátit maximálně 15 minut před uzavřením účetního dne systému CERTIS na Odbor korunových a devizových intervencí ČNB se záměrem o sjednání obchodu v minimální výši 10 mil. Kč. Uložené částky se úročí diskontní sazbou (nejnižší základní úroková sazba ČNB, viz tab. 3.5).<sup>105</sup>

### *Povinné minimální rezervy (PMR)*

Vlastní-li banky, pobočky zahraničních bank a stavební spořitelny bankovní licenci ČR nebo provozují svoji činnost v souladu s tzv. „Jednotnou licencí“ na území České republiky, tak mají povinnost mít uloženou na účtu ČNB v Zúčtovacím centru ČNB (účet platebního styku) a také pokud mají zavedený účet pro výběry a skladování hotovostí, určitou sumu stanovených prostředků likvidity (povinné minimální rezervy). V současné době činí objem PMR 2% (tato sazba odpovídá sazbě PMR, kterou používá ECB pro země eurozóny) ze základu pro zjištění povinných minimálních rezerv. Peněžní prostředky na účtu pro držení PMR u ČNB se úročí 2T repo sazbou (v minulosti se neúročily). V minulosti byla sazba PMR vyšší než je v současnosti (viz tab. 3.5), proto zřídila ČNB kolateralizovanou vnitrodenní úvěrovou facility, aby tak zajistila plynulý platební styk mezi bankami. Význam povinných minimálních rezerv v posledních letech klesá.<sup>106</sup>

---

<sup>104</sup> V koridoru diskontní a lombardní sazby se vyskytují sazby peněžního trhu a repo sazba.

<sup>105</sup> Dostupné z WWW: <[http://www.cnb.cz/cs/menova\\_politika/mp\\_nastroje/](http://www.cnb.cz/cs/menova_politika/mp_nastroje/)>.

<sup>106</sup> Dostupné z WWW: <[http://www.cnb.cz/cs/menova\\_politika/mp\\_nastroje/](http://www.cnb.cz/cs/menova_politika/mp_nastroje/)>.

### 3.3 Monetární politika ČNB v době světové finanční krize

Bankrotem dvou hedgeových fondů investiční banky Bear Stearns v červenci 2007 (spouštěcí mechanismus světové finanční krize a počátek latentní fáze krize)<sup>107</sup> začala světová finanční krize, která se vlivem propojenosti finančních trhů USA s ostatními zeměmi, přenesla i do jejich ekonomik. Zapříčinila propad zahraniční poptávky a také přispěla k mezinárodnímu zpřísnění podmínek ve finanční oblasti, což znamenalo zpomalení hospodářského růstu, tedy i české ekonomiky, která je značně orientována na export. Světová ekonomika se začala dostávat do recese a na konci roku 2008 se světová finanční krize dostala do akutní fáze krize.<sup>108</sup>

Příčiny, které způsobily recese světové ekonomiky a vedly ke světové finanční krizi<sup>109</sup> jsou spojeny především s dlouhodobým přehříváním ekonomik, povolováním monetárních politik (zejména v USA, ale i v jiných zemích), růstem peněžní zásoby, nedokonalou kontrolou finančních trhů nebo formováním velice rizikových aktiv (v budoucnu toxických), které se začaly dostávat do bankovních bilancí. Dále vznikající světové nerovnováhy spojené zejména se značnými úsporami v Číně a velkou spotřebou USA. K vypuknutí krize přispělo i neustálé zadlužování většiny vyspělých států, a to i v hospodářsky příznivé době a také v době zvyšujícího se blahobytu (nebyl už schopen finanční prostředky vložit do oblastí se stabilním růstem, došlo ke vzniku cenových bublin v oblasti některých aktiv). Dále pak vysoké zadlužování domácností a neúměrné poskytování zvýhodněných hypoték, zejména klientům s negativní úvěrovou minulostí. A také velice řízený a značně dotovaný segment bydlení atd..<sup>110</sup> Následovala řada bankrotů především bank, později podniků, znárodnování soukromých institucí a propady světových trhů.<sup>111</sup>

Z těchto důvodů zažila světová ekonomika především v roce 2008 dramatický vývoj, který postihl ke konci roku 2008 i Českou republiku. Během latentní fáze krize (červenec 2007), která zasáhla především finanční oblast a většina vyspělých zemí se začala potýkat s finanční nestabilitou, zůstala ČR a s ní i země střední Evropy bez podstatných změn. Ke změně došlo až v září 2008, kdy zbankrotovala americká investiční banka Lehman Brothers, vypukla akutní fáze krize a nastaly obavy z možného zhroucení finančního systému, kterému zabránily např. centrální banky poskytnutím potřebné likvidity bankám. Od roku

---

<sup>107</sup> Singer rozděluje průběh světové finanční krize na latentní fázi krize (od července 2007), akutní fázi krize (září 2008) a krize reálné ekonomiky (rok 2009 - ....), Singer (2009).

<sup>108</sup> Foster, Magdoff (2009) a Výroční zpráva ČNB (2008)

<sup>109</sup> Dále jen krize.

<sup>110</sup> Singer (2010)

<sup>111</sup> Singer (2010)



2009 se krize postupně začala přesouvat do reálné ekonomiky a nastala ekonomická krize.<sup>112</sup> Na zhoršující se situaci reagovaly jak státy, které začaly sestavovat protikrizové plány, tak centrální banky. Řada centrálních bank přikročila ke změně povahy své monetární politiky a mnoho z nich byly nuceny zavést některá nekonvenční opatření (např. ECB).<sup>113</sup>

Rok 2010 bude pravděpodobně mnohem složitější než předchozí roky i přes předpokládané oživení ekonomického růstu, jelikož se projeví „únava materiálu“ (např. zaměstnanci, spotřebitelé, dlužníci atd.), centrální banky budou muset správně načasovat postupné zrušení mimořádných opatření, bude docházet ke zhoršování životní úrovně a poroste zadlužení státu a nezaměstnanost atd.. I přesto se dá očekávat, že světová finanční krize přinese světové ekonomice i určité ponaučení. V souvislosti s touto krizí začala Evropská unie uvažovat o vytvoření nadnárodní formě dohledu a jeho regulaci na základě Larosiéovy zprávy<sup>114</sup> (ve snaze zabránit v budoucnu vypuknutí další světové finanční krizi).<sup>115</sup>

### 3.3.1 Ekonomický vývoj v období 2008 – 2009

Před začátkem světové finanční krize byl ekonomický vývoj České republiky ve znamení hospodářského růstu (ovlivněný zahraniční poptávkou) s nízkou nezaměstnaností, s přílivem zahraničních investic, vlivem investičních pobídek (velmi rozsáhlé, soustředěné do určitých oblastí, zejména automobilový průmysl), ale se zaostáváním domácích investic směřovaných do vědy, výzkumu a vzdělání (důležité pro dlouhodobý ekonomický růst) a deficity, které byly financované ze zahraničních prostředků.<sup>116</sup>

Od posledního čtvrtletí roku 2008 se v ČR začala zhoršovat ekonomická situace. Českou ekonomiku zasáhla světová finanční krize. V jejímž důsledku došlo k hospodářskému poklesu, snížení inflace, oslabení kurzu koruny a zvýšení nezaměstnanosti. Česká ekonomika, která je výrazně orientována na export, musela čelit poklesu zahraniční poptávky a problémům s udržitelností deficitu a dluhu.<sup>117</sup>

Během prvních třech čtvrtletí roku 2008 zpomaloval ekonomický růst, jehož značný útlum se projevil na konci roku 2008. Zatímco v roce 2007 bylo průměrné tempo růstu

---

<sup>112</sup> Ministerstvo průmyslu a obchodu (2009)

<sup>113</sup> V roce 2009 procházela řada zemí krizí reálné ekonomiky a do budoucna se dá předpokládat, že se tyto země budou potýkat s problémy spojenými se stavem veřejných financí, deficity a s domácím a zahraničním zadlužením.

<sup>114</sup> Cílem zprávy bylo formovat a regulovat dosavadní kontrolu nad finančním systémem v EU, v podobě European Systemic Risk Council a European System of Financial Supervisors.

<sup>115</sup> Singer (2010)

<sup>116</sup> Národní ekonomická rada vlády, Závěrečná zpráva (2009)

<sup>117</sup> Národní ekonomická rada vlády, Závěrečná zpráva (2009)

reálného hrubého domácího produktu 6,1%, v roce 2008 dosáhl tento ukazatel hodnoty 2,5% a v roce 2009 bylo průměrné tempo růstu reálného domácího produktu – 4,4 %. I přesto česká ekonomika rostla oproti celé Evropské unii mnohem rychleji.<sup>118</sup>

Do července 2008 docházelo k rychlému posilování nominálního kurzu koruny (k dolaru skoro o 30% a k euro přes 17%). Na konci roku 2008 klesla důvěra zahraničních investorů ve střední a východní Evropu, což se sice projevilo v oslabení koruny (září 2008 až únor 2009), ale prakticky nominální kurz navázal na svoji dlouhodobou apreciační tendenci.<sup>119</sup> Ve druhém čtvrtletí 2009 se česká koruna stabilizovala a koncem července došlo k jejímu dalšímu posílení vůči USD i euru, ale koncem října 2009 opět oslabila.<sup>120</sup>

Míra inflace, která se zjišťuje měřením harmonizovaného indexu spotřebitelských cen byla v roce 2008 ve výši 6,3% vlivem růstu cen (elektrické energie, tepla a plynu, nájmu, změna nepříjemných daní či vybírání zdravotnických poplatků).<sup>121</sup> Během roku 2009 celková inflace klesala, v říjnu dosáhla mírně záporných hodnot a ke konci roku mírně rostla, i když pod stanoveným pásmem a byla ve výši 1%.<sup>122</sup> Samozřejmě došlo v České republice i ke zhoršení dalších makroekonomických ukazatelů jako je růst nezaměstnanosti, kdy v roce 2009, byla obecná míra nezaměstnanosti 6,7 %, zatímco v roce 2007 to bylo 5,3 %, zhoršení salda státního rozpočtu (– 192,4 mld. Kč, rok 2009) atd.<sup>123</sup>

Na zhoršující se hospodářskou situaci reagovala jak vláda ČR, která sestavila protikrizový plán (zaměřený na nabídkovou stranu ekonomiky, snižování daňové zátěže, urychlení odpisování, podporu podnikání a posílení exportu) a vytvořením Národní ekonomické rady vlády, tak Česká národní banka, která zavedla následující opatření.

### **3.3.2 Opatření České národní banky v době světové finanční krize**

Vzhledem k zhoršující se hospodářské situaci byla nucena ČNB na tento stav určitým způsobem reagovat takovým způsobem, který by zajistil lepší fungování bankovního trhu a uklidnění situace. Jako většina centrálních bank musela změnit povahu monetární politiky a přistoupit k expanzivní monetární politice. Kromě komunikace s veřejností nebo guvernéra, viceguvernéra s Bankovní asociací, posílené konzultaci se zahraničními centrálními bankami

---

<sup>118</sup> Výroční zpráva ČNB (2008)

<sup>119</sup> Výroční zpráva ČNB (2008)

<sup>120</sup> Zpráva o inflaci IV/2009

<sup>121</sup> Vysokou míru inflace držely na vysoké úrovni také vysoké ceny energetických surovin a potravin, ty se však ke konci roku 2008 snížily a tím poklesla i míra inflace.

<sup>122</sup> Zpráva o inflaci I/2010

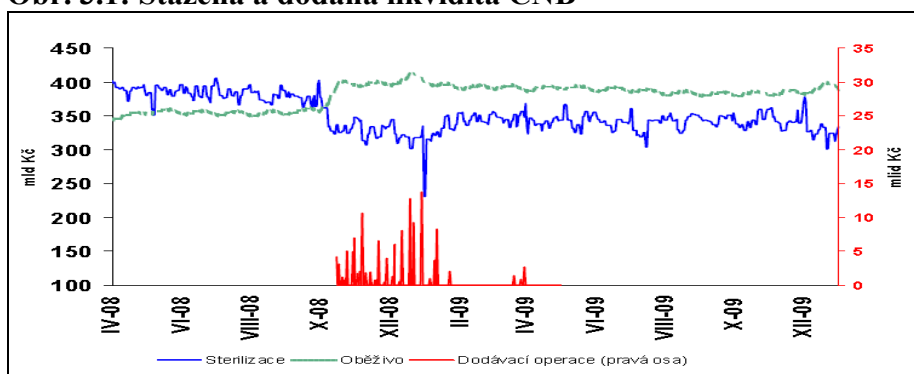
<sup>123</sup> ČSÚ

a denního intenzivního sledování aktuální situace, zavedla ještě další opatření např. začala používat mimořádné nástroje monetární politiky a několikrát snížila úrokové sazby.

#### *Mimořádné nástroje na podporu likvidity*

Centrální banka ČR zavedla mimořádné operace na podporu likvidity v roce 2008 (říjen) jako reakci na akutní fázi krize. Tyto operace byly zavedeny z důvodů snížení primárních vkladů bank, který byl vyvolán rostoucím zájmem o výběr peněz v hotovosti. Tudíž některé banky musely získat potřebné likviditní prostředky jinou cestou, což bylo za daných okolností, kterým byl omezený mezibankovní trh, prakticky nemožné.<sup>124</sup> Proto se ČNB rozhodla zavést mimořádné operace, které mají podobu reverzní repooperace a devizových swap, aby prostřednictvím nich, zvýšila likviditní prostředky na sekundárním trhu státních dluhopisů a v případě potřeby umožnila bankám v zemi získat likviditu pomocí jiných kanálů.<sup>125</sup>

**Obr. 3.1: Stažená a dodaná likvidita ČNB**



Zdroj: ČNB

Prostřednictvím reverzních repooperací dostaly banky od ČNB likviditu za zástavu cenných papírů s dobou splatnosti 14 dní (úroková sazba byla na úrovni repo sazby zvednutá o 10 bodů) či 3 měsíce (úroková sazba byla na úrovni repo sazby zvednutá o 30 bodů). Na druhé straně devizové swapy (korunové likvidity) poskytovaly bankám korunové likviditní prostředky za zástavu eur s dobou splatnosti do tří měsíců.<sup>126</sup>

Tato zavedená opatření rozhodně přispěla ke zlepšení fungování finančních trhů a ke zklidnění situace na peněžním a sekundárním trhu, ale v budoucnu se ukázala jako zbytečná, jelikož český bankovní sektor nepotřeboval dodání likvidity (viz. obr. 3.1), žádný

<sup>124</sup> Výroční zpráva ČNB (2008)

<sup>125</sup> Výroční zpráva ČNB (2008)

<sup>126</sup> Výroční zpráva ČNB (2008)

zájem ze strany bank o dodávání facility, byl důkazem zlepšujících se podmínek na peněžním trhu.<sup>127</sup>

### *Základní úrokové sazby ČNB*

Během krizového období (2008 –2009) byla ČNB nucena několikrát snížit své základní úrokové sazby, jednala podobně jako většina jiných centrálních bank. K prvnímu většímu snížení došlo v srpnu 2008, kdy centrální banka snížila úrokové sazby o 0,75 p. b. a to z důvodů zpomalení české ekonomiky, klesající inflace, ale při vysokém kurzu koruny (viz tab. 3.6). Další snížení základních úrokových sazeb nastalo ještě v prosinci 2008 a pak v únoru 2009 opět vlivem klesající inflace, nižším cenám potravin, komodit a prudkého poklesu poptávky. Po té vzhledem k rychlému znehodnocování koruny (leden, únor 2009) pozastavila ČNB snižování základních úrokových sazeb. K dalšímu uvolňování monetární politiky (snižování základních úrokových sazeb) se ČNB rozhodla až v květnu 2009, jak je patrné z tab. (3.6).<sup>128</sup>

**Tab. 3.6: Vývoj základních úrokových sazeb ČNB (2008 –2009)**

Rok	2008					2009			
Období	1.1	8.2	8.8	7.11	18.12	6.2	11.5	7.8	17.12
<b>2 T repo sazba (%)</b>	3,5	3,75	3,5	2,75	2,25	1,75	1,5	1,25	<b>1</b>
<b>Diskontní sazba (%)</b>	2,5	2,75	2,5	1,75	1,25	0,75	0,5	0,25	<b>0,25</b>
<b>Lombardní sazba (%)</b>	4,5	4,75	4,5	3,75	3,25	2,75	2,5	2,25	<b>2</b>

*Zdroj: ČNB a vlastní úprava*

Z důvodů zhoršenému stavu české ekonomiky a posilování české měny byla ČNB donucena k dalšímu snížení úrokových sazeb o 0,25 p. b. v srpnu 2009. Zatím k poslednímu snížení úrokových sazeb došlo k 16.12.2009, kdy ČNB snížila úrokové sazby na historické minimum o dalších 0,25 p. b. z důvodů vyšší listopadové inflace a mírně slabšího měnového kurzu.<sup>129</sup> Expanzivní monetární politika ČNB však působila na tržní úrokové sazby jen z části vlivem zpřísněných podmínek bank při poskytování úvěrů klientům. Zejména během akutní fáze krize (podzim 2008) došlo k nárůstu mezery mezi dvoutýdenní repo sazba a tržní úrokovou sazbou peněžního trhu, za normálních okolností jsou tyto sazby blízko sebe (viz obr. 3.2). Tržní úrokové sazby rostly v době, kdy bylo zapotřebí,

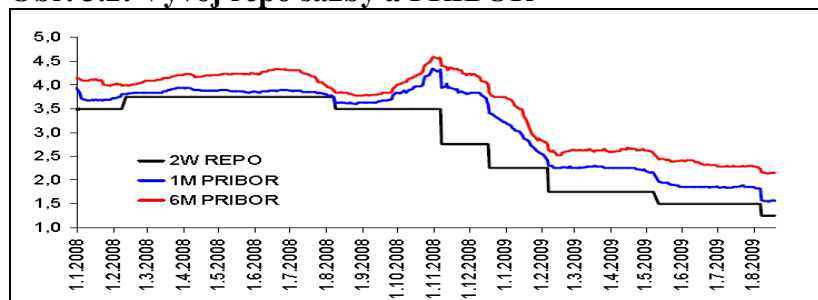
<sup>127</sup> Výroční zpráva ČNB (2008)

<sup>128</sup> Singer (2009)

<sup>129</sup> Singer (2009)

aby docházelo spíše k jejich poklesu (podzim 2008).<sup>130</sup> V současné době jsou úrokové sazby ve výši: Repo sazba 1%, diskontní sazba 0,25% a lombardní sazba 2%.<sup>131</sup>

**Obr. 3.2: Vývoj repo sazby a PRIBOR**



Zdroj: ČNB

### 3.3.3 Dopad světové finanční krize na monetární politiku ČNB

Celý bankovní sektor České republiky zasáhla světová finanční krize jen v omezené míře vzhledem k jeho značné výdělečnosti a kapitalizaci, dostatečným likvidním prostředkům, malému podílu poskytnutých úvěrů na bydlení v zahraničních měnách a nízké úrovni nesplacených úvěrů. Bankovní instituce působící na českém trhu vlastnily minimální podíl problémových aktiv (např. Lehman Brothers atd.). Velkým kladem bylo a po ní je, vlastní autonomní monetární politika a národní měna, která je v rukou ČNB. Významný byl i dohled České národní banky na bankovní sektor a její komunikace s veřejností. ČNB nebyla nucena stanovit nulové základní úrokové sazby a ani zavést nekonvenční opatření (kvantitativní uvolňování<sup>132</sup>) jako např. Švýcarská centrální banka, Bank of England, Federální rezervní systém nebo Evropská centrální banka. I tak došlo k velkému poklesu základní úrokových sazeb ČNB, kdy se 2T repo sazba snížila z 3,75% (8/2008) na své historické minimum 1% (12/2009). Posílený měnový kurz zeslaboval inflační tlaky a přehřívání ekonomiky a následné oslabení měnového kurzu koruny v roce 2009 zmírnilo nepříznivé dopadnutí na sníženou vnější poptávku. Ale i přesto realizace monetární politiky ČNB byla v krizovém období značně ztížena, především vysokým kolísáním makroekonomických veličin (kurzu) nebo velkým rozdílem mezi sazbami ČNB a tržními sazbami.<sup>133</sup> V současné době doznívání světové finanční krize bude vystavena monetární politika České národní banky nejistotám spojených s budoucím vývojem a postupným ožíváním světové ekonomiky, stavem veřejných financí či nárůstem deficitů atd.<sup>134</sup>

<sup>130</sup> Výroční zpráva (2008)

<sup>131</sup> Singer (2009)

<sup>132</sup> Jedná se o rozšiřování měnové báze.

<sup>133</sup> Singer (2010)

<sup>134</sup> Režáček (2009)

## 4 Komparace monetární politiky ČNB s vybranými zeměmi

Tato kapitola se bude zabývat srovnáním monetární politiky ČNB s vybranými centrálními bankami evropských zemí. První centrální bankou bude ECB a to z důvodů toho, že již dnes je ČNB součástí ESCB. Se vstupem do EU se ČR zavázala provádět kroky, které povedou k brzkému naplnění Maastrichtských kritérií a následnému vstupu země do eurozóny, proto vláda ČR společně s ČNB vypracovala plán – Strategie přístupu ČR k eurozóně a Národní plán zavedení eura, což jsou dva klíčové dokumenty v oblasti přijetí jednoté měny. V současné době se ČR nachází ve třetí fázi Hospodářské a měnové unie s dočasnou výjimkou pro přijetí eura a do budoucna se dá předpokládat, že ECB se stane hlavní bankou ČR. Druhou emisní bankou bude Sedlabanki (CBI), protože je obdobně jako ČNB centrální bankou malé otevřené ekonomiky. Island byl v Evropě nejvíce postižen světovou finanční krizí<sup>135</sup> a CBI realizovala v posledních pěti letech monetární politiku nesprávně.

### 4.1 Evropská centrální banka

ECB byla založena 1. června 1998 jako nezávislá ústřední banka zemí eurozóny a nejdůležitější část Eurosystému<sup>136</sup> a ESCB<sup>137</sup> (vznikly 1999) Smlouvou o EU. Svoji činnost ECB<sup>138</sup> zahájila od 1.1.1999 a tím nahradila Evropský měnový institut. Oficiální sídlo je ve Frankfurtu nad Mohanem. ECB má výsadní postavení, což dokazuje skutečnost, že je nadnárodní institucí, která ve světě nemá obdoby a disponuje s velkou mírou nezávislosti. ECB má právní subjektivitu, provádí jednotnou monetární politiku zemí eurozóny (16 zemí), vydává společnou měnu - euro a zastává typické funkce a činnosti centrálních bank jiných států. Její základní kapitál činí 5,56 mld. EUR.<sup>139</sup>

V čele ECB stojí Výkonná rada (výbor ředitelů) složená z prezidenta (předseda), viceprezidenta a čtyř členů. Všichni jsou jmenováni na osm let vládami členských států (po poradě Evropského parlamentu a Rady guvernérů a na návrh Rady). Výkonná rada realizuje monetární politiku na základě rozhodnutí a předpisů, které vydala Řídící rada a vykonává běžnou činnost centrální banky (sestavování účetní závěrky, předává pokyny

---

<sup>135</sup> Dále jen krize.

<sup>136</sup> Eurosystém je složený z ECB a centrálních bank zemí eurozóny. ESCB a Eurosystém zaniknou v okamžiku zavedení eura ve všech členských státech a eurozóna země, které zavedly euro.

<sup>137</sup> Evropský systém centrálních bank ( tvořený ECB a centrálními bankami EU), který zajišťuje institucionální rámec monetární unie a nemá právní subjektivitu. Je řízen Radou guvernérů a Výkonnou radou (eurosystém) a za účasti generální rady.

<sup>138</sup> ECB a samotné euro, vzniklo zejména z tlaku Francie, kvůli vlivné německé marce.

<sup>139</sup> Káňa (2007), velkými akcionáři ECB jsou země eurozóny, podle velikosti HDP a počtu obyvatel.

centrálním bankám atd.). Rada guvernérů (Řídící rada, 16 zemí) je tvořena z prezidenta, viceprezidenta a guvernéry eurozóny. Sestavuje pravidla, vydává rozhodnutí ohledně společné monetární politiky, rozhoduje o roční účetní uzávěrce nebo uděluje povolení k vydávání eurobankovek atd.. Generální rada (27 států) se skládá z prezidenta, viceprezidenta a guvernérů centrálních bank všech zemí EU. Tento dodatečný orgán je vytvořen pouze do doby než všechny státy EU přistoupí na společnou měnu.<sup>140</sup>

#### 4.1.1 Hlavní cíl a transmisní mechanismus MP

Hlavním cílem ECB<sup>141</sup> je zajištění cenové stability (ve střednědobém horizontu). Tomu odpovídá meziroční růst harmonizovaného indexu spotřebních cen pod a zároveň v blízkosti 2% (do roku 2002 - cíl pouze pod 2%) a kromě toho má povinnost kladně působit na hospodářskou politiku státu. ECB dosahuje cenové stability prostřednictvím transmisního mechanismu monetární politiky (ovlivňuje úrokové míry na peněžním trhu, ty působí na ostatní úrokové sazby a v konečném důsledku i na celou ekonomiku) a za pomoci svých nástrojů. ECB používá v rámci měnové strategie dvoustupňový pohled na monetární politiku (2 pilíře), jedná se o ekonomickou analýzu (hospodářské a finanční ukazatele, mzdy, dlouhodobé úrokové sazby, cena ropy, atd.) a měnovou analýzu (základní peněžní agregát M3, tedy položky směnitelné za peníze či bankovní vklady, střednědobé a krátkodobé ukazatele získané z ekonomické analýzy ke srovnání dlouhodobého vývoje). Na základě těchto dvou analýz odhaduje ekonomický vývoj v eurozóně a stanovuje úrokové sazby v takové míře, aby dosáhla cenové stability. ECB nepoužívá cílování inflace jako svůj transmisní mechanismus.<sup>142</sup> ECB se po celou dobu její existence dařilo udržovat růst míry inflace okolo 2% (viz tab. 4.1). Výjimku tvoří rok 2008, kdy poprvé roční míra inflace (HICP) dosáhla 3,3% (byla nejvyšší za celou dobu existence ECB), tudíž došlo k nadstřelení cíle a v roce 2009 byla roční míra inflace nejnižší (0,3%), tedy ECB podstřelila svůj cíl.

**Tab. 4.1: Plnění inflačních cílů ECB (1999 – 2009)**

Rok	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
<b>Inflační cíl (%)</b>	<2	<2	<2	<2	b.2 <sup>143</sup>	b.2	b.2	b.2	b.2	b.2	b.2
<b>Inflace % (HICP)</b>	1,2	2,2	2,4	2,3	2,1	2,2	2,2	2,2	2,1	3,3	0,3

*Zdroj: Eurostat a vlastní úprava*

<sup>140</sup> Káňa (2007)

<sup>141</sup> ECB je povinna každoročně předkládat Výroční zprávu Radě EU, Evropskému parlamentu, Evropské komisi a Evropské radě

<sup>142</sup> Pavlát (2004)

<sup>143</sup> b – znamená pod, ale zároveň v blízkosti 2%.

#### 4.1.2 Nástroje monetární politiky

V současné době používá ECB nepřímé a tržní nástroje monetární politiky, kterými jsou operace na volném trhu, stálé facility a povinné minimální rezervy.

Nejdůležitějším nástrojem jsou *Operace na volném trhu* pomocí, kterých ECB stanovuje základní úrokové sazby, likviditu a směr monetární politiky. Nejčastěji se jedná o *hlavní refinanční operace* (pravidelné rezervní transakce sloužící k zajištění likviditní prostředků bank), které jsou vydávány jednou týdně, splatné do sedmi dnů a realizované národními bankami eurozóny prostřednictvím nabídkového řízení. Dále *Dlouhodobější refinanční operace* (rezervní transakce zajišťující likviditu), které uskutečňují národní banky eurozóny jednou měsíčně se splatností tří měsíců. Záměrem je umožnit protistranám získat dlouhodobé dodatečné refinanční prostředky.<sup>144</sup>

Dalším nástrojem jsou *Stálé facility*, které opět realizují národní banky eurozóny. Hlavním cílem je poskytnout bankám nebo si od nich vypůjčit likviditní prostředky na jednu noc. Dělí se na mezní zápůjční facilitu (obchodní banky získávají likviditu na jednu noc výměnou za cenné papíry, tato půjčka je úročena nejvyšší sazbou v ekonomice) a vkladovou facilitu (banky si uloží určitou sumu peněžní prostředků u CB přes jednu noc a tento vklad je úročen nejnižší sazbou v ekonomice).<sup>145</sup>

Všechny úvěrové instituce působící na finančním trhu Eurostýtemu jsou povinny mít na účtu u ECB určitou výši peněžních prostředků tzv. *Povinné minimální rezervy* (během udržovacího období<sup>146</sup>). V současnosti tato výši představuje 2% ze základny pro výpočet PMR. V roce 2008 došlo k navýšení základny pro výpočet povinných minimálních rezerv. Uložené částky jsou úročeny MRO s průměrnou mezní sazbou nebo MRO s pevnou sazbou.<sup>147</sup>

Rada guvernérů může rozhodnout o použití dalších operací na volném trhu jako jsou operace jemného doladění (např. reverzní transakce, terminované vklady a měnové swapy) nebo strukturální operace (přímé a reverzní transakce nebo v podobě dluhových cenných papírů).<sup>148</sup>

---

<sup>144</sup> Výroční zpráva ECB (2008)

<sup>145</sup> Výroční zpráva ECB (2008)

<sup>146</sup> Jedná se o dobu, na kterou se finančním institucím vypočítává povinná výše PMR. Udržovací období je zahájeno v den, kdy došlo k vypořádání prvotní hlavní refinanční operaci (po zasedání Rady guvernérů, rozhodovalo se zde o monetární politice). ECB vydává kalendář vztahující se na udržovací období (alespoň tři měsíce před koncem roku). Výroční zpráva ECB (2008)

<sup>147</sup> Výroční zpráva ECB (2008)

<sup>148</sup> Výroční zpráva ECB (2008)



### 4.1.3 Ekonomický vývoj v období 2008 – 2009

Finanční krizí byla postižena i eurozóna. Samozřejmě světové finanční krize měla rozdílný dopad na jednotlivé členské země. V současné době existují v eurozóně země, které mají velké ekonomické problémy jako je např. Řecko, Španělsko nebo Portugalsko a tudíž mají negativní vliv na vývoj celé eurozóny. Během krize došlo ke zhoršení řady makroekonomických ukazatelů eurozóny. Zatímco za celou dobu existence byl udržován meziroční růst harmonizovaného indexu spotřebních cen kolem 2,1%, tak v roce 2008 byla inflace měřená HICP 3,3% a v roce 2009 ve výši 0,3%. Docházelo ke zpomalování tempa růstu reálného HDP. V roce 2007 bylo tempo růstu RHD ve výši 2,8%, v roce 2008 pouze 0,8% a v roce 2009 rostla ekonomika klesajícím tempem (- 4,1%).

V první polovině roku 2008 docházelo k posilování eura vůči dolaru a v červenci 2008 dosáhlo euro svého historického maxima (1,5990 USD/ EURO) zejména vlivem přesvědčení investorů, že krize bude mít daleko menší dopad na eurozónu než na USA. Situace se změnila na konci roku 2008, kdy euro začalo oslabovat vůči USD a v září 2008 se obchodovalo za 1,25 USD/ EURO (nedostatek likvidity USD a mezinárodní síla USD), ale od března 2009 začalo opět posilovat. Zhoršovaly se i další ukazatele jako je např. nezaměstnanost. Zatímco v roce 2007 byla míra nezaměstnanosti ve výši 7,4%, tak na konci roku 2008 dosáhla hodnoty 8,1% a ke konci roku 2009 byla ve výši 9,9%.<sup>149</sup>

### 4.1.4 Opatření ECB v době světové finanční krize

Evropská centrální banka<sup>150</sup> (resp. Eurosystem) musela na zhoršující se situaci reagovat a zavést taková opatření, která by vedla k zajištění dostatečné likvidity, uklidnění situace, zlepšení podmínek na peněžním trhu a k ovlivnění krátkodobých úrokových sazeb. Jako většina centrálních bank musela změnit charakter své monetární politiky, přistoupit k jejímu uvolňování a několikrát změnit své úrokové sazby. Velmi důležitým nástrojem se staly v období krize refinanční operace (LTRO na šest měsíců, později až jeden rok) při fixních sazbách s cílem uspokojit veškeré nabídky bank.<sup>151</sup> Umožnila Evropské investiční bance připojit se jako protistrana do Eurosystemu (měla oprávnění využívat operace na volném trhu, stálé facility), tímto krokem mohla CBI úvěrovat infrastrukturní projekty

---

<sup>149</sup> Výroční zpráva ECB (2008) a Eurostat

<sup>150</sup> ECB nemá zatím splacené své pohledávky od Lehman Brothers, IDNOVER NL a tří poboček islandských bank (celkem 5,7 mld. EUR – v případě ztráty dojde k rozdělení mezi centrální banky eurosystemu, podle výše jejich podílu na základním jmění).

<sup>151</sup> Monitoring centrálních bank (červen 2009) a Monitoring centrálních bank (prosinec 2009)

a finančně podporovat firmy<sup>152</sup>. První opatření byla zavedena již v roce 2007 s cílem zajištění dostatečné likvidity. V zavádění opatření pokračovala i v následujících letech.

#### *Opatření leden až září 2008*

V roce 2008 začala ECB zavádět opatření směřující k předzásobování bank likviditními prostředky. Tento krok pomohl bankám vytvořit PMR na začátku udržovacího období, což instituce také upřednostnily (vlivem pochybností na peněžním trhu). Dále začala používat dodatečné tříměsíční operace (50 mld. EUR) a šesti měsíční operace s cílem stabilizovat bankovní trh.

Realizovala také operace s použitím terminované aukční facility v USD a dohodla se na reciproční měnové dohodě s FED (swap linka). To umožnilo Eurosystemu poskytnout protistranám americké dolary za zástavu úvěrových operací Eurosystemu. Poprvé se tyto operace uskutečnily v prosinci 2007 a následně v lednu 2008. Poskytování finančních prostředků v USD probíhalo co 14 dní s dobou splatnosti 28 dní (celková výše 15 mld. USD/aukci, později 25 mld. USD/aukci). V červenci 2008 zavedla 84denní terminovanou aukční facility, opět financovanou v USD (celková výše 50 mld. USD).<sup>153</sup>

#### *Opatření září 2008 až počátek roku 2010*

Po pádu Lehman Brothers byla ECB<sup>154</sup> nucena přijmout další opatření týkající se především zásobování likviditních prostředků. Zavedla nové operace (říjen 2008) a také prodloužila současné operace. V průběhu krizového období prováděla čtyři dlouhodobé operace (dvě s dobou splatnosti tři měsíců, jednu s dobou splatnosti šesti měsíců a refinanční operace se zvláštní dobou trvání). Rozšířila poskytování likviditních prostředků v USD a zavedla operace se splatností 7 dní a 1 den. Od října 2008 začala poskytovat likviditu i v podobě měnových swapů<sup>155</sup> EUR/USD, které byly prováděny společně s poskytováním likviditních prostředků v USD<sup>156</sup>. Poskytovala i likviditu ve švýcarských francích<sup>157</sup>, opět ve formy měnových swapů (7 dnů, 3 měsíční). Rozšířila také aktiva, která jsou vhodná k zajištění úvěrů (od 15. října 2008 do konce roku 2009). V roce 2009 přikročila

---

<sup>152</sup> Byl to pokus ECB poskytnout finance reálné ekonomice jinou cestou než prostřednictvím komerčních bank.

<sup>153</sup> Výroční zpráva (2008)

<sup>154</sup> Na základě dohod o zpětném odkupu poskytl likviditu i centrálním bankám mimo eurozónu (např. Maďarská centrální banka – 5 mld. EUR, nebo Polská centrální banka – 10 mld. EUR). Rozšířila aktiva, která jsou vhodná k zajištění úvěrů (od 15. října 2008 do konce roku 2009).

<sup>155</sup> Jedná se o výměnu jedné měny za druhou (dočasně).

<sup>156</sup> Září 2008 byly tyto operace prováděny za 20 mld. USD u 84denních, 50 mld. USD u 1denních a 40 mld. u 28denních operací.

<sup>157</sup> Maximální částka u 84 denních byla 5 mld. EUR a u 7denních 20 mld. EUR.

ke kvantitativnímu uvolňování (jednalo se o nákup krytých dluhopisů ve výši 60 mld. EUR na primárním a sekundárním trhu, od července 2009 do června 2010). Uskutečnila obrovský 12-měsíční tendr prostřednictvím dlouhodobějších refinančních operací (LTRO za fixní sazbu a upokojení veškerých nabídek bank, snížit bankovní náklady). V prosinci 2009 ukončila swap linky v USD a švýcarských francích. V současné době odbourává ECB svá opatření.<sup>158</sup>

#### *Hlavní úrokové sazby ECB (2008 – 2009)*

Během krizového období byla ECB nucena několikrát změnit své základní úrokové sazby. V druhé polovině roku 2008 zvýšila své základní sazby, a to z důvodů vysoké inflace (růst cen ropy, plynu atd.) a také proto, že se ji nedařilo plnit stanovený cíl odpovídající cenové stabilitě. Po té po celý rok 2008 a následný rok 2009 prováděla pouze expanzivní monetární politiku, vlivem světové finanční krize, zpomalení tempa růstu spotřebitelských cen a růst HDP, jak vyplývá z tab. (4.2). Změnila charakter své hlavní úrokové sazby MRO<sup>159</sup> (od 15. října 2008 byla prováděna prostřednictvím nabídkového řízení s plným přidělením s pevnou sazbou, platilo to i pro LTRO). Záměrem ECB bylo dát na vědomí finančním institucím, že poskytne dostatečné množství likviditních prostředků, aby nedošlo ke krizi likvidity, což mělo za následek růst celkové sumy nevypořádaných operací na trhu, jelikož likviditní prostředky se stanovovaly na základě celkové sumy, které nabídly protistrany. ECB snížila rozpětí mezi mezní zápůjční a vkladovou facilitou na 100 bazických bodů (8 října 2008) s úsilím nabídnout bankám méně nákladné zprostředkování a také snazší řízení likvidity.

**Tab. 4.2: Vývoj základních úrokových sazeb ECB (2008 – 2010)<sup>160</sup>**

Rok	2008							2009				2010
Datum	1.1	9.7	8.10	9.10	15.10	12.11	10.12	21.2	11.3	8.4	13.5	-
Hlavní refinanční operace (%)	4	4,25	4,25	4,25	3,75	3,25	2,5	2	1,5	1,25	1	1
Depozitní facilitu (%)	3	3,25	2,75	3,25	3,25	2,75	2	1	0,5	0,25	0,25	0,25
Zápůjční facilitu (%)	5	5,25	4,75	4,25	4,25	3,75	3	3	2,5	2,25	1,75	1,75

*Zdroj: ECB a vlastní úprava*

Dne 13. května 2009 snížila svoji hlavní úrokovou sazbu na historické minimum 1% (viz tab. 4.2). Do října 2010 bude její hlavní úroková sazba fixní s plným uspokojením všech nabídek bank a od 28. dubna 2010 budou její LTRO prováděny za variabilní sazbu.<sup>161</sup>

<sup>158</sup> Výroční zpráva ECB (2008) a Výroční zpráva ECB (2009)

<sup>159</sup> Hlavní refinanční operace.

<sup>160</sup> Do 14 října 2008 byla hlavní úroková sazba (refinanční operace) s variabilní sazbou a od 15 října začala ECB používat hlavní úrokovou sazbu s pevnou sazbou.

<sup>161</sup> Výroční zpráva (2008) a Výroční zpráva ECB (2009)

## 4.2 Seðlabanki Íslands

Na Islandu je nositelkou monetární politiky Seðlabanki Íslands (centrální banka), která byla založena v roce 1961 jako nezávislá státem vlastněná finanční instituce na základě rozhodnutí parlamentu republiky. Centrální banka Islandu (CBI) provádí obvyklé činnosti (vydává oběživo, dohlíží na hladké fungování finančního trhu) a zastává běžné funkce (je bankou bank či bankou státu), které jsou typické pro většinu centrálních bank na světě. Sídlo Seðlabanki je v Reykjavíku. V současné době realizuje svoji monetární politiku na základě zákona č. 36/2001 Sb. o centrální bance Islandu ve znění zákona č. 98/2009 Sb.<sup>162</sup>

V čele CBI stojí, guvernér, viceguvernér, Výbor pro monetární politiku (rozhoduje o monetární politice, nástrojích a základních sazbách CBI a plní další úlohy v souladu se zákonem o CBI). Skládá se z guvernéra<sup>163</sup> (předseda), viceguvernéra, vedoucího pracovníka a dvou odborníků z oblasti hospodářské praxe. Všichni jsou jmenováni předsedou vlády Islandu na funkční období pěti let. Dále pak dozorčí rada, která je sedmičlenná (členové jsou jmenováni islandským parlamentem na období shodné s vládním obdobím) a např. vykonává dohled nad Výborem pro monetární politiku, stanovuje vyšší jejich platů (kromě platu guvernéra), schvaluje rozpočet CBI nebo rozhodnutí guvernéra atd.<sup>164</sup>

### 4.2.1 Hlavní cíl a transmisní mechanismus MP

Hlavním cílem CBI je péče o cenovou stabilitu (zákon o CBI), kterého dosahuje prostřednictvím transmisního mechanismu (cílování inflace, od roku 2001) a za pomoci nástrojů monetární politiky. Od roku 2003 odpovídá cenové stabilitě na Islandu inflační cíl (musí být schválený předsedou vlády) na úrovni 2,5% s toler. p. 1,5 p.b. oběma směry (v roce 2001 byl inflační cíl 2,5%, ale s dolním toler. p. 1% a s horním toler. p. 6% a v roce 2002 s dolním toler. p. 1% a s horním toler. p. 4,5%).

**Tab. 4.3: Plnění inflačních cílů CBI (2001 – 2009)**

Rok	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
<b>Inflační cíl s tolerančním pásmem</b>	1-6%	1-4,5%	1-4%	1-4%	1-4%	1-4%	1-4%	1-4%	1-4%
<b>Inflace (dvanácti měsíční změna CPI)</b>	6,7%	4,8%	2,1%	3,2%	4%	6,8%	5%	12,4%	12%

*Zdroj: Seðlabanki a vlastní úprava*

Pokud se míra inflace odchyluje od povoleného pásma, vzniká CBI povinnost podat vládě zprávu s vysvětlením a možným řešením nesplnění inflačního cíle. Kromě toho

<sup>162</sup> Dostupné z WWW: < <http://www.seðlabanki.is/?PageID=178>>.

<sup>163</sup> Guvernér je odpovědný za chod centrální banky a má právo vydávat vlastní rozhodnutí, které nejsou v kompetenci jiných orgánů podle zákona o CBI.

<sup>164</sup> Dostupné z WWW: < <http://www.seðlabanki.is/?PageID=189>>.

podporuje hospodářskou politiku státu.<sup>165</sup> CBI udržovala inflaci ve stanoveném pásmu v letech 2002 až 2005 (viz tab. 4.3) a od roku 2006 do roku 2009 docházelo k opakovanému nadstřelení inflačního cíle. K největšímu nadstřelení došlo v letech 2008 a 2009, kdy se míra inflace měřená CPI pohybovala kolem 12%, ale při inflačním cíli 2,5%.

#### 4.2.2 Nástroje monetární politiky

Při dosahování zákonem stanoveného cíle používá CBI tržní a standardní nástroje monetární politiky (*collateral loans*, *certificates of deposit*, *overnight loans*, *current accounts* a povinné minimální rezervy).<sup>166</sup>

Hlavním nástrojem monetární politiky jsou *Collateral loans (zajištění úvěrů)*, které se realizují prostřednictvím aukce (koná se každý týden). Finanční instituce poskytují cenné papíry centrální bance, které jsou vhodné pro zástavu, specifikovány v pravidlech CBI č. 808/2008 a úročí se hlavní úrokovou sazbou v ekonomice (*loans against collateral*).<sup>167</sup>

Dalšími nástroji jsou *Certificates of deposit (vkladové certifikáty)*, které se také provádějí formou aukcí za stanovenou cenu. Hlavním úkolem je zabránit dočasnému přebytku likvidity v bankovním sektoru. Doba splatností je 7 dní a jsou vydávány na žádost finančních institucí registrovaných v Islandském depozitáři v Clearstream.<sup>168</sup>

CBI také používá *Overnight loans (půjčky na jednu noc)* a *Current accounts* (běžný účet). *Overnight loans* poskytuje CBI na základě žádosti finančních institucí, které mají nedostatek peněžních prostředků ke konci dne a jsou úročeny *overnight loan* (nejvyšší sazba v ekonomice). Pokud budou mít finanční instituce na konci dne přebytek svých peněžních prostředků, tak je mohou uložit u CBI a jsou úročeny nejnižší úrokovou sazbou v ekonomice (*current account*).<sup>169</sup>

Banky, které působí na Islandu mají povinnost mít na účtu u CBI určitou částku peněžních prostředků tzv. *Povinné minimální rezervy*, jejichž současná výše je na úrovni 2% a nevztahuje se na pobočky zahraničních bank.<sup>170</sup>

Pokud to vyžadují okolnosti může CBI použít i další nástroje MP jako jsou depozitní certifikáty, termínované vklady, měnové swap dohody nebo zajištění úvěrů.

---

<sup>165</sup> Dostupné z WWW: <<http://www.sedlabanki.is/?PageID=179>>. CBI se rozhodla pro cílování inflace, zejména s důvodů zjednodušení monetární politiky, přesnějšího stanovení cíle, posílení postavení CBI ve státě, přiblížení k zemím EU a v neposlední řadě zajistit dlouhodobou stabilitu a prosperitu země.

<sup>166</sup> Dostupné z WWW: <<http://www.sedlabanki.is/?PageID=200>>.

<sup>167</sup> Dostupné z WWW: <<http://www.sedlabanki.is/?PageID=200>>.

<sup>168</sup> Dostupné z WWW: <<http://www.sedlabanki.is/?PageID=200>>.

<sup>169</sup> Dostupné z WWW: <<http://www.sedlabanki.is/?PageID=200>>.

<sup>170</sup> Dostupné z WWW: <<http://www.sedlabanki.is/?PageID=200>>.

### 4.2.3 Ekonomický vývoj v období 2008 – 2009

Před vypuknutím světové finanční krize byl Island<sup>171</sup> prosperující zemí s fungující ekonomikou (reálný HDP byl 5,5% v roce 2007), nízkou nezaměstnaností (2007 – 1%), s přílivem zahraničních investic (geoterminální zdroje, vysoké úrokové sazby) a obrovským bankovním systémem, který se od roku 2003 velmi rozšiřoval (dokončení privatizace bank). Islandské banky zakládaly své pobočky v zahraničí (zejména v zemích EU, díky členství Islandu v EHS), ale přitom se velmi zadlužovaly.<sup>172</sup> Nezadlužovaly se jenom banky, ale také firmy a domácnosti (úvěry v zahraničních měnách, dlouhá léta žili nad své poměry). Island se stal závislý na přílivu zahraničních investic, díky kterým docházelo ke zhoršování BÚ platební bilance a ekonomika se přehřívala.<sup>173</sup>

Na podzim roku 2008 byla situace na Islandu velmi vážná. Island postihla světová finanční krize, došlo k odlivu zahraničního kapitálu, banky začaly mít potíže se svojí likviditou.<sup>174</sup> Během jednoho měsíce zbankrotovaly (říjen 2008) hned tři největší banky<sup>175</sup> Islandu. Ekonomika během roku 2008 rostla pouze 0,4% a v roce 2009 se dostala do recese (-6,5%, RHDP). Došlo k nárůstu míry nezaměstnanosti (rok 2008 – 1,8% a v roce 2009 se předpokládá, že nezaměstnanost bude 8,8 %). Stejně rostla i míra inflace, zatímco ještě v roce 2007 byla inflace 5%, tak v roce 2008 (12,4%) a 2009 (12%). Docházelo k prudkému propadu islandské koruny vůči euru i USD. Země stála ke konci roku 2008 před státním bankrotem, od kterého ho zachránila především půjčka od IMF (2,1 mld. USD)<sup>176</sup>, která je směřována na obnovení důvěry v islandskou ekonomiku a stabilizaci bankovního systému.<sup>177</sup>

### 4.2.4 Opatření CBI v době světové finanční krize

Po příchodu světové finanční krize byla nucena CBI zavést řadu opatření, které měly vést k zajištění likvidity, upevnění devizových rezerv, posílení koruny a ke stabilitě směných kurzů. Uzavřela měnový swap dohodu, vydávala devizové certifikáty, zpřísnila podmínky

---

<sup>171</sup> Během tří let získaly islandské banky (zejména Landsbanki) velký počet vkladatelů z Nizozemska (okolo 120 tisíc), Velké Británie (400 tisíc) a dále pak z Rakouska nebo Německa, a to jen díky vysokým úrokovým sazbám. Počet zahraničních klientů přesáhl počet obyvatel Islandu a po krachu největších bank, musel Island své zahraniční klienty odškodnit (kolem 5 mld. USD), to však neudělal a klienty odškodnily jejich státy. Kohout (2009).

<sup>172</sup> Od roku 2006 zažívaly islandské bankovní pobočky mohutný příliv úspor ze zahraničí (Německa, Velká Británie či Nizozemska). Celková aktiva bank se rovnala 10 násobku HDP země.

<sup>173</sup> Kohout (2009), Annual report of Iceland (2008) and Statistics Iceland.

<sup>174</sup> Dostupné z : < <https://www.cia.gov/library/publications/the-world-factbook/geos/ic.html>>.

<sup>175</sup> Kaupthing, Landsbank a Glitnir – 88% celého bankovního systému ostrova, jejichž závazky ve velké míře převzal stát.

<sup>176</sup> Island tuto půjčku bude splácet během let 2012 –2015. Celkový dluh je odhadován na 1,1 bilionu islandských korun (85% HDP).

<sup>177</sup> Financial Stability (2009) and Statistics Iceland

poskytování úvěrů a také několikrát změnila své úrokové sazby. Musela zafixovat kurz islandské koruny vůči euru (131ISK/EUR, říjen 2008), který však vydržel být zafixován pouze jeden den.<sup>178</sup> CBI posílila a i posílí své devizové rezervy úvěrem od IMF, měnovým swapem, úvěry z Farských ostrovů, Polska a severských zemí. Silná zahraniční rezerva vytvářela s spolu s dalšími faktory podmínky pro zvýšení směnného kurzu, který se stal v době krize prozatímním cílem CBI.

### *Devizové opatření*

Po zhroucení třech největších bank a následném narušení trhu (říjen 2008) se CBI rozhodla zavést dočasný devizový režim. Zahrnoval denní aukce, které vypovídaly o kurzu islandské koruny ve vztahu k zahraničním měnám. Cílem bylo usnadnit mezinárodní obchodování s devizami. CBI se dařilo zajistit hladké fungování domácího platebního zprostředkování, ale byly velké problémy s platebními transakcemi mezi Islandem a zahraničí. Zahraniční banky v obavě, že daná platba nebude doručena na daný účet, nechtěly provádět platební příkazy do islandských bank, což způsobilo problémy a proto musela CBI zavést dočasný způsob pro mezinárodní zprostředkování.<sup>179</sup>

Na podzim 2008 došlo ke změně devizového zákona na základě, kterého získala CBI oprávnění (po poradě s premiérem) zavést pravidla omezující příliv a odliv kapitálu ze země. To znamenalo, že účastníci trhu, kteří získali cizí měnu, museli jí nabídnout islandské finanční instituci a byla uložena na jejím devizovém účtu). Dále pravidla zahrnovala zákaz obchodu mezi domácími a zahraničními účastníky s cennými papíry, omezení či zákaz zahraničních půjček nebo poskytnutých záruk pro zahraničí a deriváty k obchodování zboží a služeb atd.. Omezení směřovala k obnovení stability na devizovém trhu, ke zhodnocení koruny a k dosažení cenové stability a měla být zrušena, jakmile pominou podmínky. Od října 2009 zahájila CBI liberalizaci kapitálového účtu. Tato liberalizace probíhá v několika fázích, první fáze týkající se odstranění omezení pro příliv nových investice v cizí měně, již proběhla v říjnu 2009 a brzy proběhne i druhá fáze (odstranění překážek odlivu kapitálu).<sup>180</sup>

---

<sup>178</sup> Annual Report of Iceland (2008)

<sup>179</sup> Na základě, kterého veškeré platby do a z Islandu byly směřovány přes účty CBI a následně na účty příslušných stran.

<sup>180</sup> Dostupné z WWW: <<http://www.sedlabanki.is/?PageID=287&NewsID=1980>> a <<http://www.sedlabanki.is/?PageID=287&NewsID=1920>>.

### Swap dohoda

V květnu 2008 uzavřela CBI swap dohodu s CB severovýchodních zemí (Norska, Švédsko a Dánsko) na základě, které mohla získat euro výměnou za islandskou korunu do výše 500 mld. EUR. Hlavní záměrem swap operací bylo posílit likviditu CBI a udržet devizové prostředky. V říjnu 2008 čerpala CBI prostřednictvím swap kanálů 400 mld. EUR.<sup>181</sup>

### Úrokové sazby během krizového období (2008 – 2009)

Během krizového období změnila CBI své základní úrokové sazby (viz tab. 4.4). Od ledna 2004 do dubna 2008 prováděla pouze restriktivní monetární politiky vlivem závislosti na dovozu, rostoucí inflaci a ve snaze zvýšit příliv kapitálu do země, což bylo nesprávné rozhodnutí. K prvnímu snížení došlo až v říjnu 2008, kdy hlavní úrokovou sazbu snížila o 3,5 p. b na 12 % s úmyslem CBI zmírnit dopad krize.

**Tab. 4.4: Vývoj základních úrokových sazeb CBI (2008 – 2010)**

Rok	2008 (%)							2009 (%)							2010 (%)
Datum	1.1	25.3	10.4	15.10	28.10	18.12	19.3	8.4	7.5	4.6	24.9	5.11	10.12	27.1	17.3
Current accounts (%) (diskontní sazba)	13,25	14,5	15	11,5	17,5	15	14	12,5	9,5	9,5	9,5	9	8,5	8	7,5
Overnight (%) (lombardní sazba)	15,25	16,5	16,5	14	20	22	21	19,5	17	16	14,5	13	11,5	11	10,5
Loans against collateral (%) (hlavní sazba)	13,75	15	15,5	12	18	18	17	15,5	13	12	12	11	10	9,5	9
Certificates of deposits (7-day) (sazba pro DC)	13,65	14,75	15,25	11,75	17,75	15,25	14,25	12,75	9,75	9,75	9,75	-	-	-	-
Required deposits normal terms (sazba z vkladů)	13,25	14,5	15	11,5	17,5	15	14	12,5	9,5	9,5	9,5	9	8,5	8	7,5
28-day CDx (max, %) (max. nab. sazba pro DC)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	10	10,3	9,75	9,25	8,75

Zdroj: Sedlabanki a vlastní úprava

Po zhroutil bankovní systém v září 2008 a následném uzavření dohody Islandu s IMF, byla nucena CBI své úrokové sazby opět zvýšit na své historické maximum (hlavní sazba – 18% od 28.10.2008), tudíž zvýšila svoji úrokovou sazbu o 6.p.b (velmi riskantní). Účelem přísné restriktivní politiky mělo být obnovení důvěryhodnosti bankovního systému v zemi a zajištění stabilního vývoje měny. CBI začala uvolňovat svoji monetární politiku až od 19.3. 2009, kdy snížila svoji hlavní úrokovou sazbu o 1p.b a celý rok pokračovala ve snižování svých sazeb.<sup>182</sup>

<sup>181</sup> Annual Report of Iceland (2008)

<sup>182</sup> Annual Report of Iceland (2008)



### 4.3 Komparace monetární politiky ČNB s CBI a ECB

ČNB, ECB a CBI jsou nositelkami monetární politiky, zastávají obdobné funkce (banka státu, banka bank) a provádějí stejné činnosti (vydávání oběživa, určování základních úrokových sazeb). Tyto centrální banky usilují o dosažení cenové stability, používají téměř shodné nástroje monetární politiky, přesto se u nich vyskytují i výrazné rozdíly, týkající se jejich postavení, nezávislosti, velikosti země, kde plní svoji úlohu banky státu, měnověpolitického režimu, úrokových sazeb až na konec samotná realizace a rozhodování o monetární politice (viz tab. 4.5), která poskytuje přehled o základní charakteristikách komparovaných centrálních bank, které jsou rozebrány v následujících kapitolách.

**Tab. 4.5: Základní charakteristiky komparovaných centrálních bank v současné době**

Základní charakteristiky	ČNB	ECB	CBI
Počet obyvatel států	10 mil.	325 mil.	300 tis.
Vznik	1993	1998	1961
Charakter instituce	národní	nadnárodní	národní
Vrcholné vedení	Bankovní rada	Rada guvernérů	Výbor pro MP
Funkční období	šest let	osm let	pět let
Guvernér (prezident)	Zdeněk Tůma	J.C. Trichet	Mar Gudmundsson
Transmisní mechanismus	cílování inflace	2 měnověpolitické analýzy	cílování inflace
Hlavní cíl	cenová stabilita	cenová stabilita	cenová stabilita
Inflační cíl odpov. cen. stabilitě	2%	pod a v blízkosti 2%	2,5%
Nástroje	zpravidla tržní	zpravidla tržní	zpravidla tržní
Problémy s MP	1995-1997	v současnosti Řecko <sup>183</sup>	2006-2008

*Zdroj: ČNB, ECB, CBI a vlastní úprava*

#### 4.3.1 Postavení a nezávislost ČNB, CBI a ECB

Jak ČNB, CBI, tak ECB zaujímá určité postavení ve svém státě. Zatímco ČNB a CBI jsou národními centrálními bankami a každá z nich je ústřední bankou pouze jednoho státu, tak ECB je nadnárodní centrální bankou eurozóny (v současnosti 16 zemí) a nejdůležitějším článkem ESCB a Eurosyntému, tím se výrazně odlišuje ve svém postavení nejen od ČNB a CBI, ale také od ostatních běžných centrálních bank, snad proto bývá často nazývána Eurofedem (resp. Eurosystém, tak bývá nazýván). Kromě svého silného a mocného postavení ve světě, disponuje i značnou mírou nezávislosti, jak ukazují indexy ekonomické a politické nezávislosti.

V současné době všechny tři centrální banky mají velkou míru ekonomické nezávislosti (viz tab. 4.6), což dokázalo měření indexu ekonomické nezávislosti. Znamená to,

<sup>183</sup> Eurozóna má problémy se státy, které jsou obrovsky zadlužené jako je např. Španělsko nebo Portugalsko nebo jim hrozí bankrot jako je Řecko. Právě s těmito státy má problém nejenom EU, ale i ECB, protože jejich problémový stav veřejných financí ohrožuje stabilní vývoj společné měny (eura).

že sledované emisní banky neposkytují přímý úvěr vládě, mají právo stanovovat své základní úrokové sazby a nepodílí se na primárním trhu veřejného dluhu.

**Tab. 4.6: Index ekonomické nezávislosti pro rok 2009<sup>184</sup>**

CB	1	2	3	4	5	6	7	celkem
ČNB	+	+	+	+	+	+	+	7
ECB	+	+	+	+	+	+	++	8
CBI	+	+	+	+	+	+	+	7

*Zdroj: Zákon o ČNB, Zákon o CBI a Maastrichtská smlouva a vlastní úprava*

Nejvyšší míru ekonomické nezávislosti má ECB, která je hodnocena maximálním počtem bodů. ČNB a CBI mají o jeden stupeň slabší hodnocení. Větší rozdíly v nezávislosti sledovaných centrálních bank vyjadřuje index politické nezávislosti (viz tab. 4.7).

**Tab. 4.7: Index politické nezávislosti pro rok 2009<sup>185</sup>**

CB	8	9	10	11	12	13	14	15	celkem
ČNB	+	+	+	+	+	+	+		7
ECB		+		+	+	+	+	+	6
CBI					+		+		2

*Zdroj: Zákon o ČNB, Zákon o CBI, Maastrichtská smlouva a vlastní úprava*

Po změření nezávislosti indexu politické nezávislosti vyplynulo, že s nejvyšší mírou nezávislosti disponuje ČNB, která splňuje skoro všechny kritéria, kromě zákonné úpravy případného konfliktu mezi vládou a centrální bankou. Druhou bankou je ECB u níž je její vedení jmenované vládami členských států, tudíž je hodnocena o jeden bod méně než ČNB, ale případný konflikt s vládou má oporu v zákoně, což může být za daných okolností mnohem výhodnější než jmenování bankovní rady např. prezidentem. Index politické nezávislosti ukazuje, že s nejmenší mírou politické nezávislosti disponuje CBI (viz tab. 4.7). Jelikož vedení CBI jmenuje na období pouhých pěti let předseda vlády, kterým musí být schválen i inflační cíl, tudíž vláda zasahuje do oblasti monetární politiky a konflikt mezi vládou a centrální bankou nemá oporu v zákoně. Proto je hodnocena o pět bodů méně než

<sup>184</sup> Index právní nezávislosti zahrnuje krit.1 (centrální banka neposkytuje automaticky úvěr vládě), krit.2 (úvěr se vládě poskytuje za úrokovou míru), krit.3 (jedná se o úvěr dočasný), krit. 4 (úvěr je poskytnut jen v omezené výši), krit.5 (neúčast CB na primárním trhu veřejného dluhu), krit. 6 (diskontní sazbu stanovuje CB), krit.7 (bankovní dozor není svěřen CB++, bankovní dozor je svěřen jenom CB+). Čím vyšší splněných kritérií, tak tím je centrální banka nezávislejší. Maximální počet bodů je 8. Kvizda (1998)

<sup>185</sup> Index politické nezávislosti zahrnuje krit.8 (guvernéra nejmenuje vláda), krit.9 (funkční období guvernéra je delší než 5 let), krit.10 (celkovou bankovní radu, nejmenuje vláda), krit.11 (funkční období bankovní rady je delší než 5 let), krit.12 (nenařizená účast zástupce vlády v bankovní radě), krit.13 (vláda se nepodílí na tvorbě MP), krit.14 (hlavní cíl je zakotven v zákoně), krit.15 (řešení případného konfliktu má oporu v zákoně). Maximální počet bodů je 8.

ČNB. CBI je typickým příkladem toho, že centrální banka může být ekonomicky nezávislá a současně disponovat pouze s malou mírou politické nezávislosti.

Nejnezávislejší centrální bankou je ECB, a to nejen proto, že má značnou míru ekonomické a politické nezávislosti, ale také faktem, že její postavení a nezávislost jsou zakotveny v Maastrichtské smlouvě a dalších smlouvách a pokud má dojít ke změně jejího postavení nebo nezávislosti, tak s tímto krokem musí souhlasit všechny státy EU (dnes 27 států), což je velmi komplikovaný a časově dlouhodobý proces.<sup>186</sup> I přesto, že ČNB má velkou míru nezávislosti a oporu nejen v zákoně o ČNB, ale také v Ústavě ČR, lze její postavení a nezávislost změnit pouhým rozhodnutím Parlamentu ČR a novelou Ústavy ČR, obdobně to platí i pro CBI.

Jak ECB, tak ČNB jsou také velmi nezávislé i podle Maastrichtských kritérií nezávislosti (viz kapitola 2.1.3) a splňují všechny kritéria. U CBI to však neplatí. CBI nesplňuje kritéria institucionální, jelikož je vedení jmenováno premiérem na období pěti let, dále kritérium institucionální (některá rozhodnutí vyžaduje souhlas premiéra) a do jisté míry i funkční kritérium (určitý zásah do oblasti MP). Splňuje pouze kritéria finanční, tudíž se nepodílí na financování veřejného sektoru.

#### **4.3.2 Hlavní cíl a transmisní mechanismus**

Všechny tři CB usilují o dosažení stejného hlavního cíle, tedy cenové stability. Rozdílné jsou způsoby jeho dosažení. Zatímco ČNB a CBI dosahuje stanoveného cíle, prostřednictvím cílování inflace a pomocí nástrojů MP, tak ECB sice používá nástroje MP, ale necílí na inflaci, místo toho se zaměřuje na měnovou a ekonomickou analýzu (dvoupohledový režim monetární politiky). U všech CB odpovídá cenové stabilitě odlišný inflační cíl. U ČNB je na úrovni 2% od r. 2010 (dříve 3% s toler. p. 1% oběma směry). CBI ho má ve výši 2,5% od r. 2003 (s toler. p. 1,5% oběma směry) a ECB považuje za cenovou stabilitu, inflaci v blízkosti 2% od r. 2003 (dříve pod 2% - spekulativní). ECB se téměř dařilo za celou sledovanou dobu udržovat růst míry inflace (HICP) něco kolem 2%, (viz tab. 4.8).

V roce 2008 však míra inflace v eurozóně dosahovala 3,3%, tudíž ECB nadstřelila inflační cíl a v roce 2009 ho naopak podstřelila (viz tab. 4.8). ČNB začala cílovat inflaci o tři roky dříve než CBI. V prvních letech inflačního cílování cílovala ČNB čistou inflaci a svůj cíl podstřelovala. Zatímco CBI v prvních letech inflačního cílování svůj cíl nadstřelovala a cílovala rovnou celkovou inflaci. Měla a i dnes má stanovené širší inflační pásmo než ČNB,

---

<sup>186</sup> Kvizda (1998)

což je pro malou otevřenou ekonomiku velkým kladem. ČNB nadstřelila svůj inflační cíl v r. 2008, ale v r. 2009 ho naopak podstřelila (viz tab. 4.8) podobně jako ECB. Na Islandu byla situace jiná (viz tab. 4.8). CBI udržovala inflaci ve stanoveném pásmu v letech 2003 až 2007, pak nastal obrat a CBI začala nadstřelovat inflační cíl. V tomto období byla inflace nejvyšší od zavedení inflačního cílování. Nejlépe dosahovala svého cíle ECB, CBI a ČNB.

**Tab. 4.8: Plnění inflačních cílů ČNB, CBI a ECB<sup>187</sup>**

Rok	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Inflační cíl ČNB (%)	5,5-6,5	4-5	3,5-5,5	2-4	3-5	-	-	2-4	2-4	2-4	2-4	2-4
Inflace ČR (%)	1,7	1,50	3	2,40	1,4	-0,1	2,6	1,6	2,1	3	6,30	0,60
Inflační cíl CBI (%)	-	-	-	1-6	1-4,5	1-4	1-4	1-4	1-4	1-4	1-4	1-4
Inflace Island (%)	1,3	2,1	4,4	6,6	5,3	1,4	2,3	1,4	4,6	3,6	12,8	16,3
Inflační cíl ECB (%)	-	<2	<2	<2	<2	b.2	b.2	b.2	b.2	b.2	b.2	b.2
Inflace EU (16, %)	1,2	1,2	2,2	2,4	2,3	2,1	2,2	2,2	2,2	2,1	3,30	0,3

*Zdroj: Eurostat, ČNB, ECB a CBI a vlastní úprava*

#### 4.3.3 Nástroje MP

Všechny tři CB používají obdobné, standardní a nepřímé nástroje MP jako jsou operace na volném trhu, půjčky nebo vklady na jednu noc a také PMR. Rozdíl je v délce nastavení hlavních úrokových sazeb. ČNB používá čtrnáctidenní hlavní úrokovou sazbu, kdežto CBI a ECB sedmidenní. Vůbec samotné nastavení základních úrokových sazeb je velmi důležité, jelikož se od nich odvíjí velikost investic, úvěrů a také vývoj ekonomiky. V současnosti je typickým příkladem nesprávně nastavených úrokových sazeb CBI, ale v minulosti to byla i ČNB. Za sledované období měla nejvyšší hlavní úrokovou sazbu CBI (viz tab. 4.9). V podstatě od roku 2005 svoji hlavní úrokovou sazbu pouze zvyšovala na rozdíl ECB nebo ČNB, které své sazby držely na velmi nízké úrovni.

**Tab. 4.9: Vývoj hlavní úrokové sazby ČNB, CBI a ECB (1999-2010)<sup>188</sup>**

CB	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
ČNB (%)	5,25	5,25	4,75	2,75	2	2,5	2	2,5	3,5	2,25	1	1
CBI (%)	9	11,4	10,1	5,8	5,3	8,25	10,5	14,25	13,75	18	10	9
ECB (%)	3	4,75	3,25	2,75	2	2	2,25	3,5	4	2,5	1	1

*Zdroj: ČNB, ECB, Sedlabanki a vlastní úprava*

<sup>187</sup> U ČR je vyjádřena čistá inflace (1998-2001), protože cílovala čistou inflaci, od roku 2006 je inflační cíl vyjádřený zároveň s toler.p. +,-1% (inflační cíl je 3% , tedy 2-4%). Podobně i u Islandu (inflační cíl je 2,5% pro celé období, toler. p. pro rok 2001 bylo 1,5% dolní hranice a 3,5% horní, tedy 1-6%, pro rok 2002, dolní 1,5% a horní 2%, proto 1- 4,5% a od roku 2003 je toler. p.+,-1,5%, tudíž 1-4%).

<sup>188</sup> Údaje jsou od roku 1999, protože zahájila svoji činnost ECB a jsou platné vždy ke konci příslušného roku U ČNB byla po celou dobu hlavní úroková sazba (repo sazba), u ECB je hlavní úrokovou sazbou refinanční sazba (do roku začátku r. 2008 byla s variabilní sazbou a od konce r.2008 je s pevnou nabídkovou sazbou). U Islandu byla hlavní úroková sazba repo sazba (1999- polovina roku 2007), od druhé poloviny roku 2007 je sazba loans against collateral. Pro rok 2010 je sazba platná k dubnu 2010.

Největší rozdíl byl v r. 2008, kdy byla u ČNB o 15,75 p.b. a u ECB o 15,5 p.b. základní sazba nižší než u CBI. Naopak nejmenší rozdíl byl v r. 2002, kdy CBI měla svoji základní úrokovou sazbu stanovenou o 3,05 p. b. výše než ČNB a ECB.

#### 4.3.4 Opatření centrálních bank v době světové finanční krize

Během krize poskytovaly centrální banky především likviditní prostředky svým bankovním sektorům. ČNB, CBI a ECB přistoupily k mimořádným opatřením a začaly zavádět mimořádné nástroje prostřednictvím, kterých by uklidnily situaci (viz tab. 4.10), která ukazuje přehled některých mimořádných reakcí na krizi. Je patrné, že nejméně opatření zavedla ČNB vlivem stabilního bankovního systému v zemi, nízkému podílu bank na toxických aktivech a malému počtu nesplacených úvěrů. ECB zavedla mnohem více opatření než ČNB, které byly stejně jako u ČNB směřovány na posílení likvidity bank, změnila charakter svých základních úrokových sazeb a zavedla kvantitativní uvolňování.

**Tab. 4.10: Reakce centrálních bank na krizi**

Centrální banka a krize	ČNB	ECB	CBI
<b>Opatření (posílení likvidity)</b>	Reverzní repooperace, devizové swapy	Předzásobování likviditou, změna charakteru MRO, LTRO, měnové swapy, kvantitativní uvolňování	Devizová opatření, omezení přílivu a odlivu kapitálu, swap dohody
<b>Charakter MP</b>	expanzivní od konce r. 2008, úroková sazba dosáhla min. 1%	expanzivní od konce r. 2008, úroková sazba dosáhla min. 1%	restriktivní a expanzivní, úroková sazba dosáhla max. 18%
<b>HDP (%)</b>	2008 (2,5), 2009 (-4,8)	2008 (0,6), 2009 (-4,4)	2008 (1), 2009 (-6,5)
<b>Zákon o CB</b>	nezměněn	změna, ale ne vlivem krize <sup>189</sup>	změna
<b>Dopad na vedení CB</b>	žádný	žádný	zrušení rady guvernérů, změna funkčního období
<b>Vláda</b>	demise, ale ne z důvodu krize <sup>190</sup>	-	demise

*Zdroj: Eurostat, ČNB, ECB a CBI a vlastní úprava*

Monetární politika na Islandu prošla v období 2008 až 2009 velkými změnami, protože to byla právě ona, která měla velký podíl na zhoršení ekonomické situaci v zemi. Došlo ke změně zákona o CBI (rada guvernérů, byla nahrazena guvernérem, viceguvernérem, byla také zavedena podmínka vzdělání v oboru ekonomie<sup>191</sup> atd.). Guvernér byl odvolán a následně obviněn ze současného stavu na Islandu. Opatření, které zavedla CBI směřovaly k omezení odlivu a přílivu kapitálu, posílení likvidity a byly ovlivněny IMF.

<sup>189</sup> Na základě ratifikované Lisabonské smlouvy (2009) např. došlo k většímu rozlišení zemí eurozóny a zemí EU s vlastní národní měnou.

<sup>190</sup> Vládě byla projevena nedůvěra.

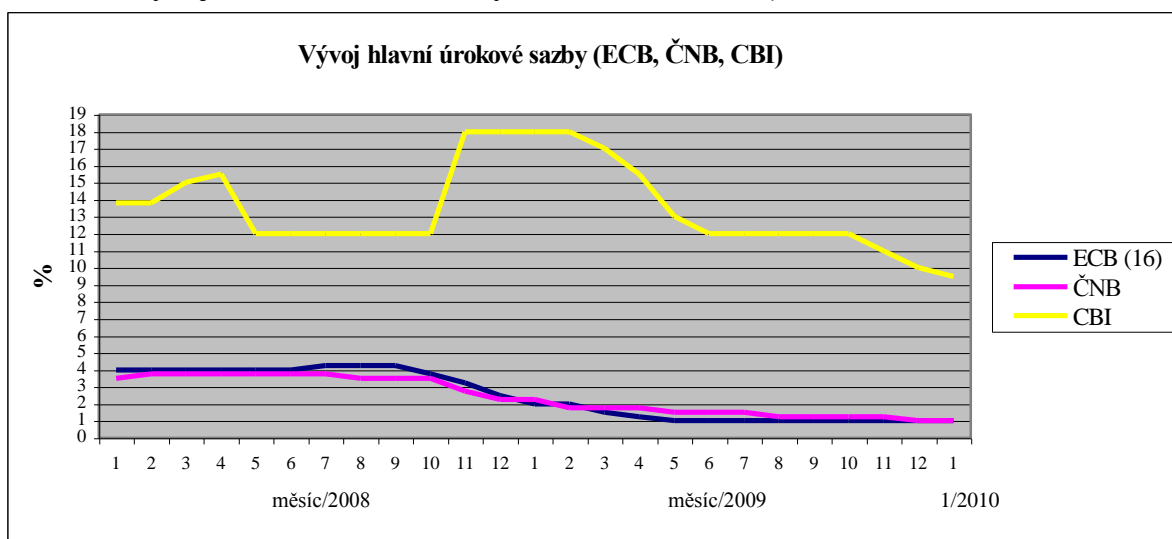
<sup>191</sup> Bývalý guvernér CBI neměl vysokoškolské vzdělání v oboru ekonomie a právě to se stalo terčem kritiky, proto nový zákon definuje i vzdělání v oboru. Kohout (2009).

### *Srovnání vývoje hlavní úrokové sazby (2008 – 2009)*

Všechny CB byly nuceny změnit své úrokové sazby (viz graf 4.1). Za celé sledované období držela CBI svoji hlavní úrokovou sazbu poměrně vysoko, na rozdíl od ECB a ČNB, které svoji hlavní sazbu měly na velmi nízké úrovni a poměrně blízko sebe. Na počátku r. 2008 měla ČNB svoji hlavní úrokovou sazbu ve výši 3,5%, ECB ve výši 4% a CBI 13,8%, což je o 10,3 p.b. vyšší sazba než u ČNB a o 9,8 p.b. než u ECB (viz tab. 4.9). V prvních měsících r. 2008 všechny tři centrální banky mírně zvýšily svoji hlavní úrokovou sazbu a pak ČNB a ECB svoji sazbu pouze snižovaly, obě banky byly nuceny snížit své úrokové sazby na historické minimum 1% (viz graf 4.1).

Ve sledovaném období se změnila sazby ČNB (sedmkrát), ECB (osmkrát) a CBI (desetkrát). CBI snížila svoji hlavní úrokovou sazbu v květnu r. 2008 na 12% a pak ji držela na této úrovni až do listopadu r. 2008, kdy došlo k tvrdé restriktivní politice a sazba byla zvýšena na historické maximum 18%, tedy o 6 p. b. a takto vysokou sazbu držela až do poloviny března r. 2009.

**Graf 4.1: Vývoj hlavní úrokové sazby ČNB, CBI a ECB (2008 – 1/2010)<sup>192</sup>**



*Zdroj: ČNB, ECB, CBI a vlastní úprava*

Asi největší rozdíl ve vývoji hlavní úrokové sazby představuje únor 2009, kdy ČNB měla hlavní sazbu 1,75%, ECB 2% a Sedlabanki 18%, tedy o 16,25 p.b. vyšší než ČNB a o 16 p. b. vyšší než CBI. V současné době CBI snižuje svoji hlavní úrokovou sazbu a pomalu se přibližuje ČNB a ECB (viz graf 4.1).

<sup>192</sup> U ECB je od počátku roku 2008 do 14 října hlavní úroková sazba s variabilní sazbou a od 15 října 2008 s pevnou sazbou.

## 5 Závěr

Cílem práce bylo analyzovat současnou monetární politiku ČNB a vybraných centrálních bank, provedení vlastní komparace se zaměřením na samotný proces monetární politiky a na nastínění mimořádných opatření zavedených v průběhu světové finanční krize.

Monetární politika je aktuálním tématem nejen ve spojení se světovou finanční krizí, ale také proto, že tvoří jednu z oblastí hospodářské politiky. Za celou dobu existence centrálních bank prošla monetární politika výrazným vývojem, který měl vliv na postavení, nezávislost, cíle, transmisní mechanismus a nástroje ústředních bank států. V současné době používá většina centrálních bank tržní nástroje monetární politiky, cíluje inflaci a usiluje o dosažení cíle, který odpovídá cenové stabilitě a často je ve výši 2 – 3%.

Teoretická část práce byla obsažena ve druhé kapitole. Zabývala se obecným definováním postavení, míry nezávislosti, transmisními mechanismy, nástroji a cíli monetární politiky.

Ve třetí kapitole byla vymezena současná monetární politika České národní banky. ČNB disponuje značnou mírou nezávislosti a má výsadní postavení v ČR, což také ukázalo provedené měření politické a ekonomické nezávislosti. Centrální banka ČR usiluje o dosažení cenové stability (inflační cíl 2%) prostřednictvím transmisního mechanismu (cílování inflace) a za pomoci tržních nástrojů monetární politiky.

Od svého vzniku prošla ČNB výraznými změnami. V prvních letech své existence realizovala neúspěšnou monetární politiku, nekomunikovala s vládou a svými kroky přispěla k prohloubení recese v ČR (rok 1997). Poté přistoupila na strategii cílování inflace. Po provedení analýzy týkající se plnění inflačních cílů ČNB v jednotlivých letech vyplynulo, že výsledkem prvních let inflačního cílování bylo neustálé podstřelování inflačního cíle (do roku 2005).<sup>193</sup> Emisní bance ČR se podařilo udržet inflační cíl ve vymezeném pásmu, teprve až v roce 2006 a následně v roce 2007. Tento pozitivní vývoj mohl pokračovat, byl však přerušen vládní reformou a zhoršující se situací na mezinárodních trzích. Z těchto důvodů došlo v roce 2008 k nadstřelení inflačního cíle ČNB a v roce 2009 k jeho podstřelení. ČNB byla nucena reagovat na světovou finanční krizi a zavést mimořádná opatření na podporu likvidity, přistoupit k expanzivní monetární politice, tudíž začala snižovat své základní úrokové sazby, které v roce 2009 dosáhly svého minima (hlavní sazba dosáhla 1%) a přesto nemusela přikročit k nekonvenčním opatřením jako např. ECB.

---

<sup>193</sup> Výjimku tvoří rok 2001.

V nosné části práce byly analyzovány tři centrální banky, Česká národní banka (ČNB), Evropská centrální banka (ECB) a Sedlabanki (CBI). Po vzájemné komparaci v oblasti monetární politiky (srovnání míry nezávislosti, dosahování cílů a tržních nástrojů monetární politiky) vyplynulo, že emisní banky mají mnoho společných, ale zároveň odlišných rysů, které je činí jedinečnými a zároveň bylo zjištěno, že ze sledovaných centrálních bank dosahuje nejlepších výsledků ECB.

ECB<sup>194</sup> je centrální bankou disponující velkou mírou nezávislosti a pevným postavením v EU. Až na výjimky (2008 a 2009) udržovala hlavní cíl skoro na úrovni odpovídající cenové stabilitě (pod a zároveň v blízkosti 2%) i přesto, že nepoužívá režim cílování inflace. Ze společné měny učinila jednu z hlavních měn na světě. Na světovou finanční krizi byla nucena reagovat od druhé poloviny roku 2007. Postupně zaváděla opatření na podporu likvidity bankovního sektoru, uzavírala měnové swap dohody, přistoupila k nekonvenčním opatřením a expanzivní monetární politice. Její hlavní úroková sazba dosáhla v roce 2009 svého minima 1% a byla na stejné úrovni jako hlavní sazba ČNB. V současnosti čelí ECB velkému problému, jelikož krize ukázala, že se v eurozóně nacházejí země, které jsou na různé ekonomické úrovni a některé mají potíže se svým udržitelným stavem veřejných financí jako je např. Řecko, které v současné době ohrožuje stabilitu společné měny.

Je logické, že samotné provádění monetární politiky ECB je mnohem komplikovanější než u ČNB a CBI. Zvláště proto, že samotná existence a pravomoci ECB jsou zakotveny ve smlouvách. Tudíž jejich případné změny vyžadují jednotný souhlas všech zemí. Dále je ECB povinna nastavovat své základní úrokové sazby v takové výši, aby to vyhovovalo všem zemím eurozóny, což je velmi obtížný proces. A snad proto se o společné monetární politice ECB říká, že je pro jeden stát eurozóny *lékem* a pro druhý stát *zlem*, jelikož může nastat situace, že jedna země bude potřebovat základní sazby zvýšit, ale druhá snížit a pak je otázkou, jak zareaguje ECB a v jaké výši stanoví své základní úrokové sazby.<sup>195</sup>

Z komparace vyplynulo, že ČNB má o něco slabší hodnocení než ECB. A to proto, že během své existence provedla řady chybných rozhodnutí (nekomunikace s vládou, prohloubení recese v roce 1997, experimentování s cílováním inflace, podstřelování cílů atd.). I přesto lze říci, že v posledních letech provádí monetární politiku správně, má značnou mírou nezávislosti a pevné postavení ve státě. Právě autonomní a racionálně prováděná monetární politika byla jedním z kladných rysů, proč krize postihla český bankovní sektor jen v omezené míře. V současné době je pro ČR velmi příznivé, že není součástí eurozóny, protože by se

---

<sup>194</sup> ECB je založena na základech jedné z nejnezávislejších centrálních bank na světě – německé Bundesbank.

<sup>195</sup> Jílek (2004)



dnes nejen ČNB, ale i samotná ČR obávala krachující ho Řecka a poklesu důvěry ve společnou měnu (eura).

Poslední komparovanou bankou byla Sedlabanki, která je nositelkou monetární politiky nejmenšího státu ze srovnávaných centrálních bank. CBI používá režim cílování inflace, tržní nástroje monetární politiky a také se snaží dosáhnout cíle odpovídající cenové stabilitě, který je ve výši 2,5%. Bohužel se v posledních letech dopustila řady chybných rozhodnutí. Zejména neracionálním zvyšováním základních úrokových sazeb, které do země dlouhou dobu přiváděly kapitál. Pak přišla krize, došlo k odlivu investic, zhroucení bankovního systému a legislativní i personální změně nejen vlády, ale také i samotné CBI. V průběhu krize byla CBI nucena zavádět opatření směřující k omezení odlivu a přílivu kapitálu, k posílení likvidity a k obnovení důvěry bankovního sektoru. Na její rozhodování měl velký vliv IMF. Pokud by CBI byla členem Eurosystemu, tak by rozhodně základní úrokové sazby nebyly tak vysoké a hlavní sazba CBI by na konci roku 2008 nedosáhla svého maxima 18%, díky politice ECB. Tato země by si pravděpodobně nemusela vzít úvěr od IMF a dalších zemí, nehrozil by jí státní bankrot. Z toho je patrné, že pro CBI by členství v Eurosystemu bylo pozitivní na rozdíl od ČNB.

V práci byly analyzovány monetární politiky ČNB, CBI a ECB. Odpověď na otázku, která z komparovaných centrálních bank provádí dokonalou monetární politiku by zněla, že žádná. Do budoucna by měly státy těchto centrálních bank zapracovat na legislativní oblasti týkající se monetární politiky. U ČNB by mělo dojít k novele zákona o ČNB, na jejímž základě by měla bankovní rada být odpovědná za splnění inflačního cíle. Změny dotýkající se ECB by měly spočívat ve zpřísnění podmínek dodržování Maastrichtských kritérií, aby už nemusela ECB i EU řešit podobné problémy se státy, které se potýkají s obrovským zadlužením a ohrožují stabilitu společné měny. U Sedlabanki je předčasné navrhnout změny, protože nový zákon o CBI platí teprve krátce, ale i přesto jsou v něm obsaženy pasáže, které omezují nezávislost centrální banky jako je např. skutečnost, že členové Výboru pro monetární politiku jsou jmenováni na funkční období pěti let předsedou vlády.

V průběhu roku 2010 mají sledované centrální banky povinnost správně načasovat postupné zrušení mimořádných opatření a pomalu začít zvyšovat své základní úrokové sazby (zejména ECB a ČNB).

V podstatě lze říci, že Evropská centrální banka představuje budoucnost pro Českou národní banku a možná i Sedlabanki, které se v okamžiku přistoupení svých států do eurozóny stanou součástí Eurosystemu a dojde k zániku jejich autonomních monetárních politik.

## Seznam použité literatury

### *Tištěné monografie*

- [1] BAŽANTOVÁ, Ilona a kol. *Právní postavení centrální banky v demokratickém státě*. Praha: Centrum pro ekonomiku a politiku, 2000 118 s.
- [2] FOSTER, J. B.; Magdoff, F. *Velká finanční krize: Příčiny a následky*. 1. čes. vydání. Český Těšín: Grimmus, 2009. 156 s. ISBN 978-80-902831-1-4.
- [3] FRAIT, J.; KOTLÁN, V. *Empirie vztahu mezi mírou nezávislosti centrální banky a výsledky její politiky*. Finance a úvěr 1999, roč. 49, č. 10, s. 565-582. ISSN 015-1920.
- [4] HANDA, Jagdis. *Monetary Economics*. London: Routhledge, 2000. 766 s. ISBN 0-415-19925-5.
- [5] HOLMAN, Robert. *Transformace české ekonomiky v komparaci s dalšími zeměmi střední Evropy*. Praha: Centrum pro ekonomiku a politiku. 2000. 108 s. ISBN 80-902795-6-2.
- [6] HOLMAN, Robert. *Ekonomie*. 4. aktul. vyd. Praha: C. H: Beck, 2005. 709.s. ISBN 80-1719-891-6.
- [7] JÍLEK, Josef. *Peníze a měnová politika*. Praha: Grada Publishing, 2004. 742 s. ISBN 80-247-0769-1.
- [8] JUREČKA, V.; JANOŠÍKOVÁ, I. *Makroekonomie*. Ostrava: VŠB – Ekonomická fakulta, 2006. 312 s. ISBN 80-248-0530-8.
- [9] KÁŇA Radomír. *Evropská unie A*. Ostrava: VŠB – Technická univerzita, 2007. 161 s. ISBN 978-80-248-1412-4.
- [10] KLIKOVÁ, CH.; KOTLÁN, I. a kol.: *Hospodářská politika: teorie a praxe*. 2. vyd. Ostrava: Sokrates, 2006. 314 s. ISBN 80-86572-37-4.
- [11] KOHOUT, Pavel. *Finance po krizi: důsledky hospodářské recese a co bude dál*. 1 vyd. Praha: GRADA, 2009. 218 s. ISBN 978-80-247-3199-5.
- [12] KOTLÁN, Viktor. *Monetární politika*. Ostrava: VŠB – ekonomická fakulta, 1999. 146 s. ISBN 80-7078-675-2.
- [13] KVIZDA, Martin. *Centrální banka a národní hospodářství*. Brno: Masarykova univerzita v Brně, 1998. 217 s. ISBN 80-210-1942-5.
- [14] LANDOVÁ, A., ČECHLOVSKÁ, Š., JÁČOVÁ, H., DUBOVÁ, M. *Centrální bankovníctví*. Liberec: Technická univerzita v Liberci, 2007. 171 s. ISBN 978-80-7372-190-9.
- [15] MANDEL, Martin; TOMŠÍK, Vladimír. *Monetární ekonomie v malé otevřené ekonomice*. 2. rozš. vyd. Praha: Management Press, 2008. 367 s. ISBN 978-80-7261-185-0.

- [16] PAVLÁT, Vladislav. *Centrální bankovníctví*. 1. vydání. Praha: Vysoká škola finanční a správní, o. p. s., 2004. 138 s. ISBN 80-86754-29-4.
- [17] REVENDA, Zbyněk. *Centrální bankovníctví*. 2. rozš. vyd. Praha: Management Press, 2001. 782 s. ISBN 80-7261-051-1.
- [18] REVENDA, Zbyněk. *Peněžní ekonomie a bankovníctví*. 2. rozš. vyd. Management Press, 2007. 620 s. ISBN 80-85943-49-2.
- [19] SCHNEIDER, Ondřej. *Centrální banky – fenomén nebo obětní Beránek?*. Finance a úvěr 1999, roč. 49, č. 9, s 501-506. ISSN 015-1920.
- [20] ŠEDOVÁ, J; KVIŽDA, M. *Legislative and Economic Aspects of the Position of the Czech National Bank. Some Remarks on the amendment to the Act on the Czech National Bank*. Journal of transforming Economies and Societies, 2001, roč. 4 č. 8, s. 45-64. ISSN 1233-3115.
- [21] TŮMA, Zdeněk. *Je cílování inflace cestou k nižší inflaci?* Finance a úvěr 1998, roč. 48, č. 4, s. 201-203. ISSN 015-1920.
- [23] ŽÍDEK, Libor. *Transformace české ekonomiky 1989 –2004*.1. vydání. Praha: C. H. Beck, 2006. 304 s. ISBN 80-7179-922-X.

### *Internetové zdroje*

- [1] CBI. *Act no. 36/2001 on the central bank of Iceland* [online].2002 [cit.2010-04-14]. Dostupný z WWW: < <http://www.sedlabanki.is/lisalib/getfile.aspx?itemid=7425> >.
- [2] CBI. *Annual Report 2008* [online]. 2002 [cit.2010-04-14]. Dostupný z WWW: < <http://sedlabanki.is/lisalib/getfile.aspx?itemid=7076> >.
- [3] CBI. *Annual Report 2009* [online]. 2002 [cit.2010-04-14]. Dostupný z WWW: < <http://sedlabanki.is/lisalib/getfile.aspx?itemid=7742> >.
- [4] CBI. *Financial Stability 2009*[online]. 2002 [cit.2010-04-14]. Dostupný z WWW: < <http://sedlabanki.is/?PageID=1061> >.
- [5] CBI. *Inflation target* [online]. 2002 [cit.2010-04-14].Dostupný z WWW: <<http://www.sedlabanki.is/?PageID=179>>.
- [6] CBI. *Interest rates* [online].2002[cit.2010-03-14].Dostupný z WWW: <<http://www.sedlabanki.is/lisalib/getfile.aspx?itemid=2509>>.
- [7] CBI. *Leadership and organisation* [online]. 2002 [cit.2010-04-14]. Dostupný z WWW: < <http://www.sedlabanki.is/?PageID=189>>.
- [8] CBI. *Monetary policy instrumnts and transmission mechanism* [online].2002[cit.2010-04-14].Dostupný z WWW: <<http://www.sedlabanki.is/?PageID=200>>.

- [9] CBI. *New Foreign exchange regulation* [online]. 2002 [cit.2010-04-14]. Dostupný z WWW: <<http://www.sedlabanki.is/?PageID=287&NewsID=1980>>.
- [10] CBI. *Status of domestic and international payment intermediation* [online]. 2002 [cit.2010-04-14]. Dostupný z WWW: <<http://www.sedlabanki.is/?PageID=287&NewsID=1920>>.
- [11] CBI. *The central bank of Iceland* [online]. 2002 [cit.2010-04-14]. Dostupný z WWW: <<http://www.sedlabanki.is/?PageID=178>>.
- [12] CIA. *The world factbook* [online]. 2010 [cit.2010-04-14]. Dostupný z WWW: <<https://www.cia.gov/library/publications/the-world-factbook/geos/ic.html>>.
- [13] ČNB. *10 let od cílování inflace* [online]. 2003 – 2010 [cit.2010-04-14]. Dostupný z WWW: <[http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/verejnost/publikace/download/10\\_1\\_et\\_inflacni\\_cileni\\_cz.pdf](http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/verejnost/publikace/download/10_1_et_inflacni_cileni_cz.pdf)>.
- [14] ČNB. *Měnová politika* [online]. 2003 – 2010 [cit.2010-02-14]. Dostupný z WWW: <[http://www.cnb.cz/cs/menova\\_politika/](http://www.cnb.cz/cs/menova_politika/)>.
- [15] ČNB. *Měnová politika České národní banky* [online]. 2003 – 2010 [cit.2010-04-14]. Dostupný z WWW: <[http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/verejnost/publikace/download/mp\\_fact\\_sheet\\_c.pdf](http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/verejnost/publikace/download/mp_fact_sheet_c.pdf)>.
- [16] ČNB. *Měnověpolitické nástroje* [online]. 2003 – 2010 [cit.2010-04-20]. Dostupný z WWW: <[http://www.cnb.cz/cs/menova\\_politika/mp\\_nastroje/index.html](http://www.cnb.cz/cs/menova_politika/mp_nastroje/index.html)>.
- [17] ČNB. *Monitoring centrálních bank, prosinec 2009* [online]. 2003 – 2010 [cit.2010-03-14]. Dostupný z WWW: <[http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/menova\\_politika/monitoring\\_centralnich\\_bank/download/0904\\_mcb.pdf](http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/menova_politika/monitoring_centralnich_bank/download/0904_mcb.pdf)>.
- [18] ČNB. *Monitoring centrálních bank, červen 2009* [online]. 2003 – 2010 [cit.2010-04-14]. Dostupný z WWW: <[http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/menova\\_politika/monitoring\\_centralnich\\_bank/download/0902\\_mcb.pdf](http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/menova_politika/monitoring_centralnich_bank/download/0902_mcb.pdf)>.
- [19] ČNB. *O ČNB* [online]. 2003 – 2010 [cit.2010-02-14]. Dostupný z WWW: <[http://www.cnb.cz/cs/o\\_cnb/](http://www.cnb.cz/cs/o_cnb/)>.
- [20] ČNB. *Výroční zpráva ČNB 2008* [online]. 2003 – 2010 [cit.2010-02-14]. Dostupný z WWW: <[http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/o\\_cnb/hospodareni/vyrocní\\_zpravy/download/vyrocní\\_zprava\\_2008.pdf](http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/o_cnb/hospodareni/vyrocní_zpravy/download/vyrocní_zprava_2008.pdf)>.
- [21] ČNB. *Zpráva o inflaci I/2010* [online]. 2003 – 2010 [cit.2010-02-14]. Dostupný z WWW: <[http://www.cnb.cz/cs/menova\\_politika/zpravy\\_o\\_inflaci/2010/2010\\_I/index.html](http://www.cnb.cz/cs/menova_politika/zpravy_o_inflaci/2010/2010_I/index.html)>.

- [22] ČNB. *Zpráva o inflaci IV/2009* [online]. 2003 – 2010 [cit.2010-02-14]. Dostupný z WWW:  
<[http://www.cnb.cz/cs/menova\\_politika/zpravy\\_o\\_inflaci/2009/2009\\_IV/index.html](http://www.cnb.cz/cs/menova_politika/zpravy_o_inflaci/2009/2009_IV/index.html)>.
- [23] ČNB. *Zákon o ČNB* [online]. 2003 – 2010 [cit.2010-02-14]. Dostupný z WWW:  
<[http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/legislativa/zakony/download/zakon\\_o\\_cnb.pdf](http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/legislativa/zakony/download/zakon_o_cnb.pdf)>.
- [24] ECB. *Key interest rates* [online]. 2009 [cit.2010-03-14]. Dostupný z WWW:  
<<http://www.ecb.europa.eu/stats/monetary/rates/html/index.en.html>>.
- [25] ECB. *Konsolidované znění Smlouvy o EU a Smlouvy o fungování Evropské unie*. [online]. 2009 [cit.2010-03-14]. Dostupný z WWW:  
< [http://www.ecb.europa.eu/ecb/legal/pdf/fxac08115csc\\_002.pdf](http://www.ecb.europa.eu/ecb/legal/pdf/fxac08115csc_002.pdf) >.
- [26] ECB. *Výroční zpráva 2008* [online]. 2008 [cit.2010-03-14]. Dostupný z WWW: <  
<<http://www.ecb.int/pub/pdf/annrep/ar2008cs.pdf>>.
- [27] ECB. *Výroční zpráva 2009* [online]. 2009 [cit.2010-04-28]. Dostupný z WWW: <  
<<http://www.ecb.int/pub/pdf/annrep/ar2009cs.pdf>>.
- [28] EUROSTAT. *HICP- all items – annual average inflation rate* [online]. 2010 [cit.2010-04-14]. Dostupný z WWW:  
<<http://epp.eurostat.ec.europa.eu/tgm/table.do?tab=table&language=en&pcode=tsieb060&tableSelection=1&footnotes=yes&labeling=labels&plugin=1>>.
- [29] MINISTERSTVO PRŮMYSLU A OBCHODU. *Analýza vývoje ekonomiky ČR a odvětví v působnosti MPO za rok 2008* [online]. 2005 [cit.2010-04-16]. Dostupný z WWW:  
<<http://download.mpo.cz/get/34984/43009/511998/priloha002.pdf> >.
- [30] NÁRODNÍ EKONOMICKÁ RADA VLÁDY. *Závěrečná zpráva 2009* [online]. 2009 [cit.2010-02-14]. Dostupný z WWW: <<http://www.vlada.cz/assets/media-centrum/dulezite-dokumenty/zaverecna-zprava-NERV.pdf>>.
- [31] ŘEŽÁBEK, P. *Role státu a centrální banky v současné krizi 2009 – prezentace pro IV mezinárodní finanční fórum Zlaté koruny „Dopady finanční krize“* [online]. 2003 – 2010 [cit.2010-04-14]. Dostupný z WWW:  
<[http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/verejnost/pro\\_media/konference\\_projevy/vystoupeni\\_projevy/download/rezabek\\_20080812\\_zruseni\\_050\\_a\\_papir\\_20.pdf](http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/verejnost/pro_media/konference_projevy/vystoupeni_projevy/download/rezabek_20080812_zruseni_050_a_papir_20.pdf) >.
- [32] SINGER, M. *Česká ekonomika a krize ČNB 2010 – prezentace pro Krajskou hospodářskou komoru Plzeňského kraje* [online]. 2003 – 2010 [cit.2010-04-14]. Dostupný z WWW:  
<[http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/verejnost/pro\\_media/konference\\_projevy/vystoupeni\\_projevy/download/singer\\_20100115\\_khk\\_plzen.pdf](http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/verejnost/pro_media/konference_projevy/vystoupeni_projevy/download/singer_20100115_khk_plzen.pdf) >.
- [33] SINGER, M. *Vývoj kurzu koruny, nedávný hospodářský vývoj a aktuální otázky měnové politiky 2009- prezentace pro conseq* [online]. 2003 – 2010 [cit.2010-04-14]. Dostupný z WWW:

<[http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/verejnost/pro\\_media/konference\\_projevy/vystoupeni\\_projevy/download/singer\\_20091005\\_conseq.pdf](http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/verejnost/pro_media/konference_projevy/vystoupeni_projevy/download/singer_20091005_conseq.pdf)>.

[34] SKOŘEPA, Michael. *Cílování inflace vs. měnověpolitický režim* [online]. 1996-2010 [cit.2010-04-14]. Dostupný z WWW:

<<http://bankovnictvi.ihned.cz/c1-13653680-cilovani-inflace-vs-menovepoliticky-rezim-ecb>>.

[35] STATISTICS ICELAND. *Statistics* [online].2010 [cit.2010-04-14]. Dostupný z WWW:

<<http://www.statice.is/Statistics>>.

# Seznam tabulek, grafů a obrázků

## *Seznam tabulek*

- Tab. 2.1: Členění hlavních cílů centrální banky a charakter monetární politiky
- Tab. 3.1: Index ekonomické nezávislosti ČNB
- Tab. 3.2: Index politické nezávislosti ČNB
- Tab. 3.3: Plnění inflačních cílů ČNB (1998 – 2001)
- Tab. 3.4: Plnění inflačních cílů ČNB (2002 – 2009)
- Tab. 3.5: Vývoj základních úrokových sazeb a PMR
- Tab. 3.6: Vývoj základních úrokových sazeb ČNB (2008 – 2010)
- Tab. 4.1: Plnění inflačních cílů ECB (1999 – 2009)
- Tab. 4.2: Vývoj základních úrokových sazeb ECB (2008 – 2010)
- Tab. 4.3: Plnění inflačních cílů CBI (2001 – 2009)
- Tab. 4.4: Vývoj základních úrokových sazeb CBI (2008 – 2010)
- Tab. 4.5: Základní charakteristika komparovaných centrálních bank v současné době
- Tab. 4.6: Index ekonomické nezávislosti pro rok 2010
- Tab. 4.7: Index politické nezávislosti pro rok 2010
- Tab. 4.8: Plnění inflačních cílů ČNB, CBI a ECB
- Tab. 4.9: Vývoj hlavní úrokové sazby ČNB, CBI a ECB
- Tab. 4.10: Reakce centrálních bank na krizi

## *Seznam grafů*

- Graf 4.1: Vývoj hlavní úrokové sazby (2008 – 2010)

## *Seznam obrázků*

- Obr. 2.1: Obecný transmisní mechanismus
- Obr. 2.2: Úrokový transmisní mechanismus
- Obr. 2.3: Monetaristický peněžní transmisní mechanismus
- Obr. 2.4: Úvěrový transmisní mechanismus
- Obr. 3.1: Stažená a dodávána likvidita ČNB
- Obr. 3.2: Vývoj repo sazby a PRIBOR

## Seznam zkratek

2T repo	dvoutýdenní repo sazba
atd.	a tak dále
b.	pod a zároveň v blízkosti
CB	centrální banka
CBI	centrální banka Islandu
č.	číslo
ČNB	Česká národní banka
ČR	Česká republika
DC	depozitní certifikáty
ECB	Evropská centrální banka
EHS	Evropský hospodářský prostor
ESCB	Evropský systém centrálních bank
EU	Evropská unie
FED	Federální rezervní systém
HDP	hrubý domácí produkt
HICP	Harmonizovaný index spotřebitelských cen
ISK	Islandská koruna
IMF	Mezinárodní měnový fond
kap.	kapitola
Kč	Česká koruna
krit.	kritéria
LTRO	dlouhodobější refinanční operace
mld.	miliarda
max. nab. sazba	maximální nabídková sazba
MP	monetární politika
MRO	hlavní refinační operace
např.	například
obr.	obrázek
odpov. cen. stab.	odpovídají cenové stabilitě
p.b.	procentní body
PMR	Povinné minimální rezervy
r.	rok
resp.	respektive
RHDP	reálný hrubý domácí produkt
Smlouva o ES	Smlouva o Evropském společenství
Smlouva o EU	Smlouva o Evropské unii
tab.	tabulka
toler. p.	toleranční pásmo
tzv.	takzvaný
USA	Spojené státy americké
USD	Americký dolar
viz	lze vidět



## Prohlášení o využití výsledků bakalářské práce

Prohlašuji, že

- jsem byla seznámena s tím, že na mou bakalářskou práci se plně vztahuje zákon č. 121/2000 Sb. – autorský zákon, zejména § 35 – užití díla v rámci občanských a náboženských obřadů, v rámci školních představení a užití díla školního a § 60 – školní dílo;
- беру на ве́доміі, že Vysoká škola báňská – Technická univerzita Ostrava (dále jen VŠB TUO) má právo nevýdělečně, ke své vnitřní potřebě, bakalářskou práci užít (§ 35 odst.3);
- souhlasím s tím, že bakalářská práce bude v elektronické podobě archivována v Ústřední knihovně VŠB-TUO a jeden výtisk bude uložen u vedoucího bakalářské práce. Souhlasím s tím, že bibliografické údaje o bakalářské práci budou zveřejněny v informačním systému VŠB-TUO;
- bylo sjednáno, že s VŠB-TUO, v případě zájmu z její strany, uzavřu licenční smlouvu s oprávněním užít dílo v rozsahu § 12 odst. 4 autorského zákona;
- bylo sjednáno, že užít své dílo bakalářskou práci, nebo poskytnout licenci k jejímu využití mohu jen se souhlasem VŠB-TUO, která je oprávněna v takovém případě ode mne požadovat přiměřený příspěvek na úhradu nákladů, které byly VŠB-TUO na vytvoření díla vynaloženy (až do jejich skutečné výše).

V Ostravě dne .....

.....  
Markéta Ivanová

Adresa trvalého pobytu studenta:

V. Vlasákové 15, Ostrava – Bělský les  
700 30